

博 士 論 文 題 名

財務戦略の高度化に対応する法制度の在り方  
～MSCB 利用の資金調達最適化システム～

2016 年 9 月

佐賀大学大学院工学系研究科  
システム創成科学専攻  
(博士後期課程)

学籍番号 1 4 6 3 4 9 0 3

小林 一郎

## 目次

### 第1章 仮説

### 第2章 現行のエクイティ調達に絡む法制度

- 1 はじめに
- 2 第三者割当て
  - (1) 現行の会社法制度
  - (2) 東京証券取引所をはじめとする各証券取引所による有価証券上場規程等の改正
  - (3) 金商法関連の改正
- 3 公募増資
  - (1) 現行の会社法制度
  - (2) 各種法整備
- 4 ライツ・オフERING
  - (1) 総論
  - (2) 東証の上場規程の改正を始めとする法制度の整備
  - (3) コミットメント型とノン・コミットメント型
  - (4) ライツ・オフERINGの課題

### 第3章 現行のデット調達に絡む法制度

- 1 はじめに
- 2 社債
  - (1) 社債一般の会社法制度
  - (2) 日本証券業協会のガイドライン
  - (3) 新株予約権付社債の会社法制度
  - (4) 新株予約権付社債の金商法制度
  - (5) 新株予約権付社債の有利発行該当性

### 第4章 MSCBの現状

- 1 従来型のMSCB
- 2 “新しいMSCB”
  - (1) 公募増資の変形としての「新しいMSCB」
  - (2) 従来型MSCBにはない特徴

### 第5章 空売り規制詳論

- 1 資金調達の最適化という観点
- 2 空売り規制を議論する意味
- 3 空売り規制の意義と問題点
  - (1) 空売りの意義
  - (2) 空売りの問題点
- 4 空売り規制の変遷と現状
  - (1) 空売り規制の変遷
  - (2) 空売り規制の現状 -近年の見直し-
  - (3) 空売り規制の事例

- 5 空売り規制から見る証券市場への影響と意義
  - (1) 証券市場への影響
  - (2) 証券市場への意義
- 6 わが国の空売り規制への提言ー内外における現行制度を踏まえてー
  - (1) 海外の法制度との比較
  - (2) わが国の現行制度についての評価
  - (3) 提言の基本的方向性

## 第6章 MSCBの現行法制度

- 1 会社法
  - (1) 新株予約権付社債の発行手続
  - (2) 有利発行規制との関係

## 2 金融商品取引法

## 3 証券業界の自主規制

## 第7章 仮説の再検証

- 1 あらためての筆者論旨の確認
- 2 発行体に望まれる合理的経営計画の策定
  - (1) 実証研究
  - (2) 過剰債務解消のケース
  - (3) 過剰債務解消ではないケース
- 3 引受会社に望まれる節度ある行動様態
- 4 発行体に不可避な合理的な経営計画の策定
  - (1) 修正された中間説からの有利発行該当性の帰結
  - (2) 2012年要綱案
- 5 引受会社に不可避な節度ある行動
  - (1) 金融商品取引法における公募規制との関係
- 6 不公正取引の規制
  - (1) アメリカの規制方法の理解
  - (2) 金商法157条の有効活用

## 第8章 金融商品取引法157条詳論

- 1 金商法157条の有効活用の意味
- 2 金商法157条の有効活用の検討
  - (1) 金商法157条の意義
  - (2) 現行の金商法157条について
  - (3) 前提としての金商法166条2項4号について
  - (4) 金商法157条の有効活用のあるべき姿～比較法的アプローチ

## 3 提言

## 第9章 解決の方向

- 1 社債市場の活性化に向けた取組み
- 2 公開会社法の再構築・再定義
- 3 ドイツの例

#### 4 会社法改正の要綱

#### 第10章 提言 ―結語に代えて―

## 第1章 仮説

本稿の論旨は、転換価格修正条項付転換社債および転換社債型新株予約権付社債（以下、本稿では両社債ともに **MSCB**<sup>1</sup>と称する）の運用に対する評価を通じて、わが国の法制度<sup>2</sup>によって、はたして、日本企業が、最適な資本調達を推進し、その活動の適法性と収益性を確保することができるかを、いわば帰納的に検討するものである。

その際には、近時の当該分野における議論や欧米の当該ケースの動きを踏まえる。

従前より、**MSCB** の利用については、既存株主の利益を害する資金調達手段であるとして規制、もしくはそれ自体を禁止しようとする主張がなされることが少なくない。

もっとも、資金調達の最適化という観点からは、「良い **MSCB**」も存在するにも関わらず、多くの事例の中で一部の極端なケースに目を囚われるあまり否定的な意見が跋扈してしまう中、実はその要因は、**MSCB** を有効に活用するための法制度が十分に整備されないままに置かれているからではないか、というのが筆者の仮説である。

特に、わが国の会社法下での現状では、企業のエクイティ・ファイナンスに対しての、価格の妥当性（有利発行規制）と支配権略奪の許容性（不公正発行）という2つの考え方が反映されている。元来、**MSCB** は、発行体・引受会社・市場での当該関係者間における情報の非対称性が大きく、株価が企業価値を過大評価ないし過小評価している状況があり、時価で公募増資を発行できないという現実的問題に対処すべく開発されたものであり、このようなファイナンス手法に対して従前通りの有利発行規制を及ぼすことには過剰規制の問題があるといってもよい。他方、「企業経営者が必ずしも既存株主の利益につながらないエクイティ・ファイナンスを履行する可能性がある」という経営者の規律意識の欠乏、欠落に対する不公正発行規制についてはいまだその法整備が不十分である。

筆者は本稿を通じて、企業の資本調達の最適化を目指すファイナンス手法を過度に抑制せず、規制すべきファイナンス手法を抑止するための法制度について改善検討を加える。

わが国の法制度は、前述のとおり、企業のエクイティ・ファイナンスに対して、「有利発行規制」と「不公正発行」という2つの観点からの規制に重きを置いている。しかし、**MSCB** およびこれに類する近時のファイナンス手法（ライツ・オファリング等）は、情報の非対称性が大きく、株価が企業を過大評価ないし過小評価している状況ではしかるべき時価で公募増資を行うことができないという問題への対処として商品開発されたものであり、このようなファイナンスに対して従来通りの有利発行規制をそのまま適用することは、過剰

---

<sup>1</sup> 一般に **MSCB**（moving strike convertible bond）と称されるのは、転換価額を株価の変動に応じて上下に修正できる条項の付いているもので、転換価格修正条項付転換社債あるいは下方修正条項付転換社債という。日本の会社法上は「転換社債型新株予約権付社債」と区別はされていない。

<sup>2</sup> 本稿で述べる法制度とは、当該の会社法、金融商品取引法等のハードローと、日本証券業協会、証券取引等監視委員会、金融庁懇談会、各証券取引所や証券会社等、また日本経団連企業行動憲章や **OECD** 多国籍企業行動指針に至るまで、自主規制ルールとして存在するソフトローとの、法システムとしての両方を指すものとし、これらは、近代資本主義および金融システムを組成する最大因子の一つである近代都市機能を構成する社会システムの一要素として認識するものである。

規制の疑義が生じよう。一方、「企業経営者が既存株主の利益につながらないエクイティ・ファイナンスを行うかもしれない」という問題（経営者の規律付けの不足）について、現行の不公正発行規制では不十分である。具体化としての対応の一例を挙げれば、こういった法制度の不備に対応するためには、自主規制機関による自主規制を整備するとともに、取締役には、新株予約権の発行によって会社および既存株主の利益を損なうことはしないという義務があり、その具体化としてしかるべき制度を用意すべきであると考ええる。

つまりは、こうした諸処の法規制の不備に対応するためには、発行体の合理的な経営計画の策定、引受会社の節度ある行動の喚起、自主規制機関による自主規制を整備し、それらの具体化として法制度を位置づけるべきであることを筆者の主な論旨としたい。

以上より、本稿では、発行体が合理的な経営計画を立て、引受会社が節度ある行動をとり、社債市場が充実するよう、当該3方面に対する適切な法制度を考えることで、「良いMSCB」の推進を図る法制度のあるべき姿を検討する。

本稿の構成として、先ず、第2章では、わが国のファイナンス手法において非常に重視されてきたエクイティ調達に絡む法制度を、第3章では、昨今特に社債市場の充実が図られてきたデット調達に絡む法制度を整理し、そして、第4章では、MSCBの現状について、第5章では、MSCBを有効活用する上で特に重要であることから、空売り規制について、第6章では、エクイティとデットの複合的な社債（正確には、商品設計上、MSCBは、エクイティ・ファイナンスとしての発行後に時間的経過の中での自己資本拡充のための株式での償還可能という意味でのデット）に絡む現行法制について改めて棚卸することとし、その問題点を鑑み、第7章で自らの仮説の再検証を行い、第8章では、第5章にて詳しく論じた空売り規制に加えて、金融商品取引法157条の有効活用について検討し、第9・10章で解決への提言と述べて参りたい。

ただし、留意しなくてはならないのは、MSCBの問題の根源には、会社法・金融商品取引法などの「法的」側面だけでなく、オプションバリューの計算のような「金融工学的」な面や、空売りなどの「相場師的」実務など、多面的な専門知識が相俟っての複雑な要素が形成されており、なかなか簡単には経済事犯として立件していくことが困難なことも今まで法整備を遅らせている一因になっていることを前提として理解しておきたい。

また、わが国の法制度の特徴である個別列挙と包括条項を組み合わせるという法手法は、ある程度、そこで法的安定性を担保するものの、MSCBのような固有の問題を引き起こす可能性がある。つまり形式基準の適用が広範に過ぎるようなケースあるいは狭義に過ぎるようなケースについての場合である。MSCBといった多様な実質を持つものを、外形上の形式のみについて厳格に定義しようとする、本来なら規制を掛けなくてもよい資金調達手段にまで規制してしまう危険性が出てきてしまう。一般的に、包括条項でいえば、形式基準で大幅な適用除外が存在してしまう。これに関連して、法形式による形式的な基準がある程度、実質的に解釈することができないかといったことも、個々の条文で問題となる。こういった問題についてどういった立法論的解釈を提起出来るのか—ということが、今後の法制度上のMSCBの概念をどの程度までしっかり確立させられるかに、関わってくると考える。

## 第2章 現行のエクイティ調達に絡む法制度

### 1 はじめに

わが国の上場企業の資金調達において、往々にして、エクイティ絡みの資金調達を優先し、その際には株価が下落しにくいタイミングを選び、発行企業と投資家との間にある根源的な情報の非対称性を利用しながら、不透明な第三者割当て・公募増資をしているケースが散見できる<sup>3</sup>。これらの状況は、既存株主が第三者割当て・公募増資でその持分の価値を毀損させられることとなり、ひいては信用不安によって、次期の投資を呼び込むことができなくなるため、早急な法制度の改正が必要である。

本章では、エクイティ調達に絡む法制度について整理してみる。現行のエクイティ絡みの資金調達方法としては、第三者割当て、公募増資、ライツ・オファリングの形態があり、以下では、順次、それぞれの法制度について見ていく。

### 2 第三者割当て

#### (1) 現行の会社法制度

第三者割当てとは、募集株式の発行のうち、特定の者に新株を発行する場合をいう<sup>4</sup>。

現在の会社法上、公開会社（会社法2条5号）かつ取締役会設置会社においては、有利発行の場合を除き、発行可能株式総数（会社法37条1項）の範囲内である限り、総会決議を経ることなく、取締役会の決議のみで募集株式の発行が可能である（会社法201条1項、会社法199条3項）。すなわち、現行制度では、授權株式数規制及び発行価額規制に抵触しない限り、原則として取締役会が支配株主を選ぶことが可能である。

そして、現在の会社法においては、株式併合により発行済株式総数が発行可能株式総数の4分の1を下回る場合においても、発行可能株式総数を変更することなく株式併合が可能である（会社法113条3項本文参照）ことから、株式併合と第三者割当てによる新株発行を併せて行うことで、希釈化率<sup>5</sup>が大きい新株発行が可能である。

新株発行方法が著しく不公正な場合は、発行差止めの問題を生じ（会社法210条2号）、また、払込金額が著しく不公正な場合は、通謀した引受人の責任も生じる（会社法212条1項1号・213条）。もっとも、発行方法が著しく不公正として差止めが可能かどうかは、判例法理上、取締役会が募集株式等の発行を決定した種々の動機のうち、自派で議決権の

---

<sup>3</sup> 岩原紳作「総論—会社法制見直しの経緯と意義」ジュリスト1439号（2012年4月号）12-16頁。

<sup>4</sup> 神田秀樹『会社法（第15版）』（弘文堂、2013年）139頁。

<sup>5</sup> ここでの希釈化率とは、①当該第三者割当てにより割り当てられる募集株式等に係る議決権の数、②当該第三者割当てに係る募集事項の決定前における発行済株式に係る議決権の総数に対する比率をいうものとする（東京証券取引所「有価証券上場規程施行規則」（以下「東証施規」という）435条の2第1項）。

①第三者割当てにより割り当てられる募集株式等に係る議決権の数には、新株予約権の行使により交付される株式に係る議決権の数といったいわゆる潜在株式も含まれ、行使価額等が修正される場合にあっては、その下限価額により計算されるとされる（東京証券取引所「会社情報適時開示ガイドブック（2011年6月版）」（以下「適時開示ガイドブック」という）619頁。

過半数を確保する等の不当目的達成動機が他の動機に優越する場合にその発行等の差止めを認め、他の場合には認めない—というルール（主要目的ルール）によって判断される<sup>6</sup>。したがって、有利発行にあらず、支配権が争われる場面でもないため不公正発行にもあたらない第三者割当てについては、既存株主の持分利益を害することとなっても、現行会社法では差し止めることができない。

例えば、オートバックスセブン社に対して、英国系ファンドのシルチェスター・インターナショナルが新株予約権付社債発行の差止申立てをした事件において、東京地裁は、有利発行にあらず、「従前の株主の持株比率は相当程度低下するものの、・・・本件新株予約権付社債の発行が、特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると一応認めることはできない。」と判示し、不公正発行にもあたらないとして、申立てを却下した（東京地裁平成 19 年 11 月 12 日決定）。

## （２） 東京証券取引所をはじめとする各証券取引所による有価証券上場規程等の改正

このように、第三者割当てのケースにおいては、希釈化率の大きい新株発行がなされ、株主及び投資者の利益を侵害するおそれがあることから、東京証券取引所をはじめとして各証券取引所は、2009 年に、有価証券上場規程等の改正を行った。

この改正の主たる点は、①希釈化率 25%以上又は支配株主の異動の場合における企業行動規範の新設 ②希釈化率 300%超の場合における上場廃止基準の整備 ③第三者割当てに際しての適時開示に関する規定の新設の 3 点である。

①上場会社が第三者割当てを行う場合で、希釈化率が 25%以上となる時又は支配株主（東京証券取引所「有価証券上場規程」（以下「東証規程」という。）2 条 42 号の 2、東証施規 3 条の 2）が異動することになるとき（以下「大規模第三者割当て」という。）には、原則、（ア）経営者から一定程度独立した者による第三者割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手又は、（イ）株主総会の決議等、株主の意思確認の手続を経ることが、企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定された（東証規程 432 条）。

2009 年の改正では、「緊急性が極めて高い場合」には、例外的に企業行動規範上の手続を不要と定めているが（東証規程 432 条ただし書、東証施規 435 条の 2 第 3 項）、これに該当する場合は極めて限定的とされる<sup>7</sup>。

②希釈化率が 300%を超えるときは、「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと取引所が認めるおそれが少ないと取引所が認める場合」を除き、上場を廃止するとされた（東証規程 601 条 1 項 17 号、東証施規 601 条 13 項 6 号）。

「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと取引所が認める場合」については、（ア）会社の事業目的、（イ）当該株式の発行目的、（ウ）発行する株式の数及び当該株式に係る議決権の数、ならびに、（エ）割当対象者の属性及び当該上場会社との関係その他

<sup>6</sup> 江頭憲治郎『株式会社法（第 4 版）』（有斐閣、2011 年）708 頁。

<sup>7</sup> 東京証券取引所・適時開示ガイドブック、 619 頁



の条件を総合的に勘案して審査するとされる<sup>8</sup>。

③上場会社が第三者割当てを行う場合、以下の（ア）～（エ）の事項についての適時開示が要求される（東証規程第 402 条、東証施規 402 条の 2）。

（ア）割当先の払込みに要する財産の存在について確認した内容

（イ）払込金額の算定根拠及びその具体的な内容（東証が必要と認める場合は、払込金額が割当先に特に有利でないことに係る適法性に関する監査役又は監査委員会の意見等を含む）

（ウ）①希釈化率 25%以上となり①（a）又は①（b）の手続を行う場合にはその内容、希釈化率 25%以上の場合における例外（当該割当の緊急性が極めて高いものとして東証が認めた場合）に該当する場合には、その理由

（エ）その他東証が投資判断上重要と認める事項

### （3）金商法関連の改正

金融商品取引法（以下「金商法」という。）関連の法制度は、2009 年 12 月に改正され、第三者割当てによって 25%以上の株式増加が生じる場合及び支配株主が生じる場合、有価証券届出書に、当該第三者割当てを行うこととした理由、それによる既存株主への影響についての取締役会の判断内容、判断過程を記載することとされた（金商法 5 条 1 項、企業内容等の開示に関する内閣府令 8 条 1 項 1 号、同府令第 2 号様式記載上の注意 23-6、23-8）。

## 3 公募増資

### （1）現行の会社法制度

公募増資とは、募集株式の発行のうち、不特定多数の者に新株を発行する場合をいう<sup>9</sup>。

会社法上は、第三者割当てと同様、募集株式の発行に該当するため、前述した第三者割当てと同じ扱いとなる。

投資家が発表前の増資情報によって株式を売買するとインサイダー取引になるが、発表後の取引は空売りも含め、原則として自由であったため、公募増資の発表前後に空売りが急増し、発行価格が下落するケースが想定しうる。実際に、2010 年 7 月 8 日、国際石油開発帝石が実施した約 5900 億円の希釈化率 55%の公募増資<sup>10</sup>、同年 8 月 24 日、日本板硝子を実施した約 500 億円の希釈化率 35%の公募増資<sup>11</sup>、同年 9 月 29 日、東京電力が実施した

<sup>8</sup> 東京証券取引所「上場管理等に関するガイドライン」IV8。

<http://tse-gr.info/rule/JPH19TE8302061101003.html>（2015 年 3 月 31 日）

<sup>9</sup> 神田・前掲注（4）、139 頁。

<sup>10</sup> <http://www.inpex.co.jp/news/pdf/2010/20100708.pdf>（2015 年 3 月 31 日）

<sup>11</sup>

<http://www.nsg.co.jp/~media/NSG%20JP/ir/Press%20Releases/2010/24082010%20Noti>

約 5500 億円の希釈化率 15%の公募増資<sup>12</sup>は、発表した前後に株価が急落し<sup>13</sup>、いずれの場合も、発行価格が大きく下がった。

このような不自然な取引の背景には、不正な利益を追求する投資家の存在が指摘される<sup>14</sup>。すなわち、空売りをした後に安い価格で新株を取得し、それを空売りのために借りた株券の返却に回すと利益を得られる。一方、企業は株価が下落した分だけ、当初の予定よりも調達金額が減り、既存の株主にとっても、予期せぬ株価下落により損失を被ることとなる。

## （２） 各種法整備

このような状況に対応するため、金融庁では、2010 年 12 月に、「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン<sup>15</sup>」の「Ⅱ 1（５）公募増資に関連した不公正な取引への対応」において、増資公表後新株の発行価格決定までの間に空売りを行った上で新株を取得する取引を禁止する旨を公表し、2011 年 8 月に、改正金商法施行令及び内閣府令が公布され、2011 年 12 月 1 日から施行された<sup>16</sup>。

本改正は、増資公表後、新株等の発行価格決定までの間に空売りを行った場合、当該増資に応じて取得した新株等により空売りに係る借入れポジションの解消を行ってはならないこととし、上述の、公募増資の発表による株価の下落を利用して空売りと新株取得により利益を得る行為を禁止するためのものとされる<sup>17</sup>。これを受けて、2011 年 12 月、日本証券業協会が「公募増資に関する最近の本協会の取組みについて」を公表し、その徹底を図ることとしている。

また、インサイダー取引については、2011 年 8 月、日本証券業協会が、「インサイダー取引の未然防止体制の整備について」を公表し、2012 年 7 月には、東京証券取引所が、「インサイダー取引防止の徹底に向けた取組み等について」を公表している。

金融庁では、2012 年 7 月に、「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」

---

[ce%20Regarding%20Issuance%20of%20New%20Shares%20and%20Secondary%20Distribution%20of%20Shares.ashx](http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-5/01.pdf) (2015 年 3 月 31 日)

<sup>12</sup> <http://www.tepco.co.jp/ir/tekiji/pdf/1009291-j.pdf> (2015 年 3 月 31 日)

<sup>13</sup> 国際石油開発帝石につき、

<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=9501.T&sy=2010&sm=8&sd=29&ey=2010&em=10&ed=29&tm=d> (2015 年 3 月 31 日)

日本板硝子につき、

<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=5202.T&sy=2010&sm=7&sd=24&ey=2010&em=9&ed=24&tm=d> (2015 年 3 月 31 日)

東京電力につき、

<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=9501.T&sy=2010&sm=8&sd=29&ey=2010&em=10&ed=29&tm=d> (2015 年 3 月 31 日)

<sup>14</sup> 齊藤将彦・三宅朋佳「公募増資時の空売り規制に関する金融商品取引法施行令等の改正の概要」商事法務 1944 号 (2011 年 10 月 5・15 日) 37 頁。

<sup>15</sup> <http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-5/01.pdf> (2015 年 3 月 31 日)

<sup>16</sup> <http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20111201-1.html> (2015 年 3 月 31 日)

<sup>17</sup> 齊藤・三宅・前掲注 (14)、37 頁。

を設置し<sup>18</sup>、同年 12 月に、「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」を公表した<sup>19</sup>。この中で、①重要事実等の情報伝達行為等についても、それに基づいて実際に売買等が行われたことなどを要件に、規制・処罰の対象とする、②資産運用業者が他人の計算でインサイダー取引を行った場合の課徴金額を引き上げる、などが提案されており、これに基づき、2013 年 6 月に、金商法の改正案が成立した。

#### 4 ライツ・オファリング

##### (1) 総論

ライツ・オファリング (Rights Offering) は、会社法 277 条に基づく株主に対する新株予約権の無償割当てを利用した資金調達方法で、ライツ・イシュー (Rights Issue) とも呼ばれる。ライツ・オファリングでは、上場会社である発行会社が、一定の期日における株主全員に対して新株予約権の無償割当てを行い、割当てを受けた株主が所定の行使価額 (会社法 236 条 1 項 2 号) を支払って当該新株予約権を行使することにより、発行会社から当該株主に対して株式が交付され、上記行使価額として払い込まれた金銭が当該上場会社の調達資金となるというものである<sup>20</sup>。

新株予約権の割当てを受けた株主は、当該新株予約権についての行使価額を払い込むことによって株式の交付を受け、それにより自己の持株割合を維持することができるし、もし、行使価額を払い込む資金的余裕がないといった場合においても、割り当てられた新株予約権を市場で売却することで、自己の持株に関する経済的利益の希釈化分を回収することもできる—という立場を確保できることとなる。

##### (2) 東証の上場規程の改正を始めとする法制度の整備

わが国においては、ライツ・オファリングは、TOB 規制、大量保有報告書制度が障害となり、ライツ・オファリングの実現は困難だと考えられてきた<sup>21</sup>。しかし、2009 年 12 月に、東証は、1 ライツ 1 株以上という上場可能な新株予約権の制限 (改正前施行規則 306 条 1 項 4 号) を撤廃し、端数の生じる新株予約権の上場が認められ、企業が必要とするライツの付与を可能とした<sup>22</sup>。

この改正を受けて、2010 年 4 月、わが国で初めての新株予約権を利用したライツ・オフ

---

<sup>18</sup> [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider\\_h24/siryoku/20120731.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20120731.html) (2015 年 3 月 31 日)

<sup>19</sup> [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf) (2015 年 3 月 31 日)

<sup>20</sup> 太田洋・山本憲光・豊田祐子『新株予約権ハンドブック (第 2 版)』(商事法務、2012 年) 613 頁。

<sup>21</sup> 鈴木克昌・峯岸健太郎・根本敏光・前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題 (下)」商事法務 1897 号 (2010 年 4 月 25 日) 43 頁。

<sup>22</sup> 株式会社東京証券取引所「「上場制度整備の実行計画 2009 (速やかに実施する事項)」に基づく業務規程等の一部改正について」(2009 年 12 月 22 日)。

[http://www.tse.or.jp/rules/regulations/091222\\_a1.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/091222_a1.pdf) (2015 年 3 月 31 日)

ァリングの実施事例（タカラレーベンの事例<sup>23</sup>）が現れた。

そして、2011 年以降、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成 23 年法律第 49 号。以下「平成 23 年改正金商法」とする。）による金商法の改正及びこれに伴う政省令等の改正（平成 24 年 2 月 15 日公布、平成 24 年 4 月 1 日施行。以下「平成 24 年改正府令等」とする）ならびに日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」の一部改正（平成 24 年 3 月 19 日公表、平成 24 年 4 月 1 日施行。以下「日証協規制改正」とする）により、上場企業がライツ・オファリングを実施しやすくなるための法整備が進められてきた。

これらの法整備に伴い、後述するノンコミットメント型ライツ・オファリングについては、2012 年 10 月にエー・ディー・ワークス<sup>24</sup>、2013 年年 3 月にクレアホールディングス<sup>25</sup>、同年 4 月にフォンツ・ホールディングス<sup>26</sup>、同年 5 月に日本エスコン<sup>27</sup>、J トラスト<sup>28</sup>、メガネスーパー<sup>29</sup>、同年 6 月にガイアックス<sup>30</sup>、シスウェーブホールディングス<sup>31</sup>、同年 8 月にレカム<sup>32</sup>、コミットメント型ライツ・オファリングについては、同年 4 月にアイ・アールジャパン<sup>33</sup>といったように、上場企業によるライツ・オファリングの実施が続出している。

### (3) コミットメント型とノン・コミットメント型

ライツ・オファリングを実行するに際しては、ノン・コミットメント型ライツ・オファリングと、コミットメント型ライツ・オファリング、という 2 種類のスキームが考えられる。

以下、各スキームについて詳述する。

#### ① ノン・コミットメント型ライツ・オファリング

ノン・コミットメント型ライツ・オファリングとは、発行会社が既存株主に対して新株予約権の無償割当てを行い、その割当てを受けた既存株主（または既存株主から当該新株予約権を譲り受けた者）が当該新株予約権を行使した場合に、発行会社から株式が交付されるスキームをいう<sup>34</sup>。

<sup>23</sup> [http://www.leben.co.jp/corp\\_ir/ir/news/pdf/press\\_100305.pdf](http://www.leben.co.jp/corp_ir/ir/news/pdf/press_100305.pdf)（2015 年 3 月 31 日）

<sup>24</sup> <http://contents.xj-storage.jp/contents/32500/T/PDF-GENERAL/140120120930011857.pdf>（2015 年 3 月 31 日付）

<sup>25</sup> [http://crea-hd.co.jp/common/pdf/ir\\_library0315.pdf](http://crea-hd.co.jp/common/pdf/ir_library0315.pdf)（2015 年 3 月 31 日）

<sup>26</sup> [http://fontz.jp/ir/ir\\_release/2013/2013041204.pdf](http://fontz.jp/ir/ir_release/2013/2013041204.pdf)（2015 年 3 月 31 日）

<sup>27</sup> <http://www.es-conjapan.co.jp/corporate19950418/wp-content/uploads/848a670ff28f14cf3a1a99407067230e.pdf>（2015 年 3 月 31 日）

<sup>28</sup> [http://www.jt-corp.co.jp/ro/img/pdf/rights\\_info.pdf](http://www.jt-corp.co.jp/ro/img/pdf/rights_info.pdf)（2015 年 3 月 31 日）

<sup>29</sup> <http://navigator.eir-parts.net/EIRNavi/DocumentNavigator/ENavigatorBody.aspx?ca t=tdnet&sid=1065865&code=3318&ln=ja&disp=simple>（2015 年 3 月 31 日）

<sup>30</sup> <http://www.gaiax.co.jp/files/pdf/ir/20130614-1.pdf>（2015 年 3 月 31 日付）

<sup>31</sup> <http://www.syswave-hd.jp/pdf/rights-offering20130605.pdf>（2015 年 3 月 31 日）

<sup>32</sup> <http://www.recomm.co.jp/Portals/0/pdf/332320130809-03.pdf>（2015 年 3 月 31 日）

<sup>33</sup> [http://www.irjapan.net/pdf/rights\\_20130412\\_02.pdf](http://www.irjapan.net/pdf/rights_20130412_02.pdf)（2015 年 3 月 31 日）

<sup>34</sup> 太田・山本・豊田・前掲注（20）、623 頁。

割当ての対象となる新株予約権は、金融商品取引所に上場されることが想定されており、その場合、割当てを受けた株主及びその他の投資家は、市場取引によって当該新株予約権の売買を行うことができる。行使期間内に割当てを受けた株主又は市場取引により新株予約権を取得した投資家が、割当てを受けた新株予約権を行使した場合、発行会社は当該行使に係る払込金額を受領するとともに、行使者に対して株式を交付することとなる。

一方、行使期間内に行使が行われなかった新株予約権は、行使期間の満了により自動的に消滅する（会社法 287 条）。

このようなノン・コミットメント型は、後述するコミットメント型と異なり、発行会社による未行使の新株予約権の取得及び引受証券会社への譲渡等の手続が不要であり、簡便なスキームである一方、行使されない新株予約権については、発行会社に対して払込金が支払われないことから、行使状況によっては当初想定していた金額の資金を調達できないというリスクがある。

## ② コミットメント型ライツ・オファリング

コミットメント型ライツ・オファリングとは、発行会社が既存株主に対して新株予約権の無償割当てを行い、その割当てを受けた既存株主（または既存株主から当該新株予約権を譲り受けた者）が当該新株予約権を行使した場合に発行会社から株式が交付される一方、最終的に未行使の新株予約権については、発行会社が取得条項を利用して取得した上で引受証券会社（コミットメント証券会社）に譲渡し、当該引受証券会社が譲渡を受けた当該新株予約権を行使して取得した株式を市場等で売却するというスキームである<sup>35</sup>。

ノン・コミットメント型と同様、割当ての対象となる新株予約権は金融商品取引所に上場されることとなり、割当てを受けた株主は、市場取引によって当該新株予約権の売買を行うことで、行使価額を払い込む資金的余裕がない等の事情で新株予約権の行使を行わない場合でも、増資に伴う希釈化による経済的不利益の実質的補填を受けることができる。

コミットメント型の特徴としては、当該新株予約権の上場廃止までにその割当てを受けた株主（または市場取引により新株予約権を取得した投資家）が当該新株予約権を行使した場合には、発行会社は当該行使に係る払込金を受領するとともに行使者に対して株式を交付することになる一方、上場廃止までに行使されなかった新株予約権についても、最終的には引受証券会社（コミットメント証券会社）によって行使されることとなる点が挙げられる。

このように、コミットメント型は、未行使の新株予約権が引受証券会社（コミットメント証券会社）によって最終的に行使されるため、割り当てられた新株予約権すべてが最終的に行使され、発行会社にとっては、行使状況のいかんにかかわらず当初想定していた金額の資金を確実に調達できるというメリットがある。他方、発行会社による未行使の新株予約権の取得及び譲渡と、引受証券会社（コミットメント証券会社）による未行使の新株予約権の取得及び行使ならびに取得した株式の売却といった手続が必要となるため、手続が複雑になるだけでなく、大量保有報告制度や公開買付規制との抵触のおそれがある。

もっとも、2012 年の改正府令等は、（ア）一定の要件をみたす新株予約権について、そ

---

<sup>35</sup> 同上、635-636 頁。

の割当て時ではなく行使時に大量保有報告制度及び公開買付規制を適用する、(イ) 引受証券会社が未行使分の新株予約権を取得する場合において、新株予約権の取得日から一定の期間は株券等所有（保有）割合の対象から除外する、(ウ) 引受証券会社が引き受けた募残の売出しを行うことが、短期大量譲渡に該当する場合における大量保有報告書の記載事項の簡素化、といったように、現在の運用上、コミットメント型の活用がより容易な規定とされている。また、日証協規則改正においても、新株予約権の取得日から一定の期間は、当該新株予約権について引受証券会社の議決権行使が制限されている。

コミットメント型においては、コミットメントを行う引受証券会社が、未行使の新株予約権を発行会社経由で取得し、これを行って取得した株式を市場等で売却することが想定されている。この行為を約束することは、新株予約権の全部又は一部について残額引受け（金商法 2 条 6 項 2 号・28 条 7 項 2 号）を行う場合と、その行為態様・リスク負担の点で類似性を有することから、「有価証券の引受け」（金商法 2 条 6 項 3 号・28 条 7 項 3 号）に該当するものとされる<sup>36</sup>。したがって、コミットメント型においてコミットメントを行う引受証券会社には、有価証券届出書の虚偽記載等に関する損害賠償責任（金商法 21 条 1 項 4 号）等の規制が適用されることとなる。

#### (4) ライツ・オファリングの課題

以上述べてきたライツ・オファリングについて、立法論的な問題点を抽出すれば、新株予約権の有利処分規制の側面から検討する必要があるだろう。現行会社法には、新株予約権の有利発行規制はあるが、有利処分規制についてはない。特にコミットメント型の場合、発行会社は自己新株予約権を証券会社に売却するが、その価格はいかに証券会社サイドに有利であっても、有利発行規制に相当する規制は適用されないことになる。自己株式処分については、既に会社法制定前から新株発行に準じた手続きをとる必要があるとされており、会社法では新株発行と自己株式処分とは手続面では同一性を担保しているようだが、新株予約権処分についてはいまだその規制の整備は充分でない。しかしながら、新株予約権についても、特に有利な価格で処分されてしまうと、有利発行の場合と同じように既存株主の経済的利益が損なわれる可能性があるため、会社法制定前の早い段階からその措置が必要ではないか、と筆者は危惧してきた。ここでは、立法論として、MSCB の組成と同様に、まだ課題の残渣が見えると感じる。

有利処分に株主総会の特別決議を要求することになると、ライツ・オファリングを利用しやすくしようという、現在向かおうとしている方向には必ずしも相容れないものになるかもしれないが、公正な価格で売却さえすれば、取締役会の決議だけで基礎条件は満たすわけで、特別決議が必要になる場合であっても、決議の効力は最大 1 年間あるわけである。ゆえに、ライツ・オファリングの円滑な利用を妨げることになるという理由は、新株予約権の有利処分規制の創設に反対する理由にはなりにくいのではないかと考える。

---

<sup>36</sup> 野崎彰・有吉尚哉・齊藤将彦・滝琢磨「平成 23 年改正金商法等の解説（2）開示制度等の見直し（上）ーライツ・オファリングー」商事法務 1936 号（2011 年 7 月 5 日）25 頁。

### 第3章 現行のデット調達に絡む法制度

#### 1 はじめに

本章では、前章のエクイティ調達に引き続いて、デット調達に絡む法制度について整理する。銀行等の金融機関からの借入れについては、「多額の借財」（会社法 362 条 4 項 2 号）にあたらぬ限り、取締役は、取締役会の決議なく行うことができ、「多額の借財」にあたるか否かは、当該借財の額、その会社の総資産及び経常利益等に占める割合、当該借財の目的及び会社における従来の取扱い等の事情を総合的に考慮して判断すべきとされ<sup>37</sup>、各会社において異なる。

以下では、社債、特に、公開会社における新株予約権付社債に関する法制度について見ていく。

#### 2 社債

##### (1) 社債一般の会社法制度

取締役会設置会社において、募集事項（会社法 676 条、規則 162 条）の決定を取締役に對し委任する場合、取締役会決議により、①二以上の募集に係る募集社債に関する各事項の決定を委任するときはその旨、②募集社債の総額の上限（二以上の募集につき委任する場合には各上限の合計額）、③募集社債の利率の上限その他の利率に関する事項の要綱、④募集社債の払込金額の総額の最低額その他の払込金額に関する事項の要綱を定めなければならない（会社法 362 条 4 項 5 号、規則 99 条）。これは、社債の発行は、多額・長期の借入れであることが通常であるため、この範囲の事項を決定することは、取締役会決議が必要な重要な業務執行の決定と解されるためである<sup>38</sup>。

社債発行が違法に行われる場合、株主による発行の差止めについて、現行会社法に規定はないため、会社法 360 条、385 条、407 条、422 条といった一般規定による他なく、取締役と通謀して著しく不公正な払込金額で社債を引き受けた者等の民事責任についても、規定はない<sup>39</sup>。また、社債発行は、会社組織に関する事項ではなく、後述する新株予約権付社債を除き、無効の訴えは法定されていないため、違法に発行された社債については、もっぱら取締役・執行役の損害賠償責任（会社法 423 条 1 項、429 条）等により解決される<sup>40</sup>。

1993 年商法改正により導入された社債管理会社制度は、現在の社債管理者制度となり、同じ種類の社債の社債権者で組織され（会社法 715 条）、社債契約の内容の変更など社債権者の利害に関する決議をなす臨時的な合議体（会社法 716 条）として社債管理者集会が定められている<sup>41</sup>。社債管理者制度の基本的考え方は、多数の一般投資家の存在を前提に、銀行や信託会社等の一定の資格要件を備える者（会社法 703 条）が、社債権者のために社

<sup>37</sup> 東京地裁平成 24 年 2 月 21 日判例時報 2161 号 120 頁。

<sup>38</sup> 江頭・前掲 注 (6)、745 頁。

<sup>39</sup> 江頭・前掲 注 (6)、749 頁。

<sup>40</sup> 同上。

<sup>41</sup> 同上、753 頁。



債を管理し、社債権者の保護を図るというものであり<sup>42</sup>、1993 年商法改正により、社債権者の公平誠実義務（現・会社法 704 条 1 項）及び善管注意義務（同条 2 項）等の義務が明確化された<sup>43</sup>。

## （２）日本証券業協会のガイドライン

### ① 証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン

発行登録制度（金商法23条ノ3ないし23条ノ12）を利用して社債発行する場合、機動的な発行を確保する観点から、引受けを予定する証券会社は、発行会社（発行登録会社）から有価証券報告書・四半期報告書の提出が行われるたびに、「共通質問事項」（発行登録追補書類の参照書類の更新にあたり、引受審査の観点から、引受けを予定する証券会社から発行登録会社、監査人等に対して共通して質問を行う必要があると考えられる事項<sup>44</sup>）による確認を行い、社内審査を行うが、形式的・一律的な内容の共通質問事項も多く、対応が煩雑との指摘があった<sup>45</sup>。そこで、日本証券業協会は、投資家保護の観点から引受審査の内容の充実を図りつつ、より機動的な社債発行が確保されるよう<sup>46</sup>、2011年5月に「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」を取りまとめた。「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」の内容は、（ア）基本的な社債の引受審査の枠組みの整備、（イ）基本的な社債の引受審査の内容の見直しに分かれ、詳細は以下の通りである。

（ア）まず、より機動的な社債発行を確保するため、社債の継続開示審査について、証券会社は、原則として、有価証券報告書提出時には「共通質問事項」などにより発行登録会社、監査人に確認を行い、四半期報告書提出時には、社内において、四半期報告書、発行登録会社のプレスリリース、格付情報その他公開情報を中心に審査等を行い、引受スタンスを更新する位置付けに変更する。

（イ）そして、社債の引受審査に当たっては、発行登録会社、監査人による財務諸表等の品質確保が十分になされていることを前提として、投資家の社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示（将来キャッシュ・フロー創出力に影響のある事項の分析及び開示）に係る審査に重点をおいた確認を行う。また、財務諸表等に対する引受審査は、外部から財務諸表等を分析する立場に立って、疑わしい事象がないかどうかという点に留意し、疑わしい事象が発見された場合や疑わしい事象が生じている懸念がある場合には、当該事象について、発行登録会社、監査人から追加情報を収集し、検討を深める。さらに、社債の継続開示審査で利用している「共通質問事項」について、各発行登録会社の実態に合わせたものに変更するため「共通質問事項」（参考

<sup>42</sup> 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」（平成 24 年 7 月 30 日）。

[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/)ウェブサイト内URL  
120730\_bukai\_houkoku （2016 年 3 月 14 日）

<sup>43</sup> 同上。

<sup>44</sup> 同上。

<sup>45</sup> 同上、72 頁。

<sup>46</sup> 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」事務局・前掲注（42）、URL内。



モデル) を取りまとめ、今後必要に応じて見直す。

## ② 財務諸表等に対する引受審査ガイドライン

有価証券の募集等に係る元引受契約を締結した証券会社（元引受証券会社）は、金商法 21 条 1 項 4 号や、同法 17 条に基づく損害賠償責任を負う可能性があるが、元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」（同法 17 条ただし書）の意義が不明確であり、引受審査が過度に保守的なものとなり、機動的な有価証券の募集等が阻害される一因となっているとの指摘があった<sup>47</sup>。

そこで、2012年5月、日本証券業協会は、「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」を取りまとめた。「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」では、元引受証券会社が公認会計士または監査法人による監査証明が付された財務諸表等について金融商品取引法 17 条ただし書にいう「相当な注意」を果たすためには、監査証明が付されていることを確認するのみでは不十分であり、まず当該監査証明を信頼することができなくなるような疑わしい事象の有無を確認しなければならず、何らかの疑わしい事象の存在を認めた場合には、さらなる引受審査を踏まえた上で、引受判断を行わなければならない、との考え方に基づいている<sup>48</sup>。そして、元引受証券会社が行う財務諸表等に対する引受審査に関し、従来の引受審査の実務や内外の虚偽記載等に関する事例を参考に、上記の疑わしい事象として留意すべき事項と、疑わしい事象の発見のために確認・検討をすべき事項を整理することとしている<sup>49</sup>。

## （３）新株予約権付社債の会社法制度

会社法において、新株予約権付社債は、「新株予約権を付した社債」と定義付けられている（会社法 2 条 22 号）。

改正前商法では、新株予約権付社債の発行については、社債に関する項目（改正前商法第 2 編第 4 章第 5 節第 3 款）の中に規定されていた（改正前商法 341 条の 3）が、会社法では、新株予約権付社債の発行については、社債の募集に関する規定は適用されず（会社法 248 条）、新株予約権の募集事項の決定手続（会社法 238 条）に従うこととなる。そして、新株予約権付社債の新株予約権部分についての募集事項の決定は、社債に関する条文（会社法 676 条）と同様の決定事項が定められる規定となっている（会社法 238 条 1 項 6 号）。このように、会社法における新株予約権付社債の発行手続は、新株予約権を単独で発行する場合と同じ条文が適用される点が特徴的である<sup>50</sup>。

具体的には、公開会社（会社法 2 条 5 号）においては、まず、募集事項の決定は、原則として、取締役会決議（会社法 240 条 1 項・238 条 2 項）で足り、有利発行にあたる場合には、株主総会決議による決定（会社法 238 条 3 項・2 項）及び取締役が株主総会において、有利な条件又は金額で募集を行うことが必要な理由を説明すること（会社法 238 条 3

<sup>47</sup> 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」事務局・前掲注（42）、73 頁。

<sup>48</sup> 日本証券業協会「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」Ⅰ. はじめに 第 6 パラグラフ。

<sup>49</sup> 同上、第 7 パラグラフ。

<sup>50</sup> 太田・山本・豊田・前掲注（20）、434 頁。

項)が必要となる。

次に、新株予約権付社債の募集の際、株式会社の決定機関は、会社法 238 条 1 項・676 条及び会社法施行令 162 条に規定された新株予約権の募集事項及び社債の募集事項を定めることが必要となる。なお、これらの募集事項は、募集ごとに均等に定める必要がある(会社法 238 条 5 項)。

また、公開会社において取締役会で募集事項を決定した場合、原則として、割当日の 2 週間前までに、株主に対して募集事項を通知(会社法 240 条 2 項)又は公告(同条 3 項)しなければならない。これは、株主に新株予約権付社債の発行の差止め請求の機会を与えるためとされる<sup>51</sup>。例外として、割当日の 2 週間前までに金商法 4 条 1 項又は 2 項に基づく届出が行われている場合その他の株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合には、これらの通知・公告は不要となる(会社法 240 条 4 項)。「株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合」とは、①有価証券届出書(金商法)、②発行登録書(金商法 23 上の 3 第 1 項)及び発行登録追補書類(金商法 23 条の 8 第 1 項)、③有価証券報告書(金商法 24 条 1 項)、④四半期報告書(金商法 24 条の 4 の 7 第 1 項)、⑤半期報告書(金商法 24 条の 5 第 1 項)、⑥臨時報告書(金商法 24 条の 5 第 4 項)といった書類が、割当日の 2 週間までに届出又は提出(金商法上の電磁的方法による提供も含む)されている場合である(会社法施行令 53 条)。

#### (4) 新株予約権付社債の金商法制度

新株予約権付社債は、金商法上の有価証券(金商法 2 条 1 項 5 号、開令 1 条 6 号)であるから、新株予約権付社債の発行会社は、以下の場合に、金商法が規定する有価証券届出書又は臨時報告書を提出し、情報開示が必要となる。

すなわち、まず、発行総額が 1 億円以上の新株予約権付社債を国内で募集する場合、その発行会社は、有価証券届出書の提出が必要となる(金商法 4 条 1 項・5 項 1 項)。また、届出の効力が生じるまでは、募集により新株予約権付社債を取得させることはできない(金商法 15 条 1 項)。1 億円以上か否かは、当該新株予約権付社債券の発行価額の総額で判断する(開示府令ガイドライン 4-5)。

有価証券届出書は、発行会社が内国会社である場合、原則、証券情報、企業情報その他の記載事項を記載する必要がある(開示府令第 2 号様式。金商法 5 条 1 項、開示府令 8 条 1 項)。もっとも、①すでに、1 年以上継続して有価証券報告書を提出している発行会社は、上記の企業情報に代えて、直近の有価証券報告書及びその添付書類ならびにその提出以後に提出される半期報告書ならびにこれらの訂正報告書の写しをとじ込み、かつ、当該有価証券報告書提出後に生じた事実で内閣府令で定めるものを記載することにより、企業情報の有価証券届出書への別途の記載作業が軽減される(いわゆる組込方式<sup>52</sup>。開示府令第 2 号の 2 様式。金商法 5 条 3 項、開示府令 9 条の 3、開示府令ガイドライン 5-26)。また、②すでに、1 年以上継続して有価証券報告書を提出しており、かつ、企業情報がすでに公衆に広範に提供されているものとして、すでに発行している有価証券の取引状況等が一定

<sup>51</sup> 太田・山本・豊田・前掲注 (20)、445 頁。

<sup>52</sup> 同上。

の基準に該当している発行会社は、上記の企業情報の記載に代えて、直近の有価証券報告書及びその添付書類ならびにその提出以後に提出される半期報告書及び臨時報告書ならびにこれらの訂正報告書を参照すべき旨を記載すればよい（いわゆる参照方式<sup>53</sup>。開示府令第2号の3様式。金商法5条4項、開示府令9条ノ4）。単に「一定の書類を参照すべき」との記載をすれば足りるため、組込方式よりも届出書の作成作業はさらに軽減される<sup>54</sup>。これらの組込方式または参照方式を利用した場合は、有価証券届出書の提出から届出の効力発生までの期間が、通常の場合（中15日）に比べて通常中7日に短縮される（開示府令ガイドライン8-2）。

次に、金商法上の有価証券報告書の提出義務を有する会社（金商法24条1項参照）は、①発行価額又は売出価額の総額が1億円以上の新株予約権付社債について、海外で募集（50名未満の者を相手方とする場合は除く）が開始される場合（開示府令19条2項1号、開示府令ガイドライン24ノ5-9、4-5）、または②海外で50名未満の者を相手方とする募集により取得される有価証券で、発行価額の総額が1億円以上であるものにつき、取締役会の決議などもしくは株主総会の決議または主務大臣の認可があった場合（開示府令19条2項2号）、遅滞なく臨時報告書を提出する必要がある（金商法24条の5第4項）。

また、発行後の株価の動向に応じて行使価額が修正されるタイプの転換社債型新株予約権付社債は、MSCB（Moving Strike Convertible Bonds）と呼ばれる<sup>55</sup>。金商法上、「行使価額修正条項付新株予約権付社債券等」（開示府令19条8項）と定義されているMSCBを発行する場合、①当該MSCBの特質、②MSCBの発行等により資金を調達しようとする理由、③MSCBと密接に関連するデリバティブ取引その他の取引があればその内容、④MSCBに表示された権利の行使に関する事項についての取得者と発行会社の取決めの内容（ない場合はその旨）、⑤発行会社の株券の売買に関する事項についての取得者と発行会社との間の取決めの内容（ない場合はその旨）、⑥発行会社の株券の賃借に関する事項についての取得者と発行会社の特別利害関係者等との間の取決めがあることを知っている場合には、その内容、⑦その他投資者の保護を図るために必要な事項、といった事項の開示が必要となる（開示府令第2号様式、開示府令19条2項1号リ・2号イ）。加えて、MSCBは第三者割当（開示府令19条2項1号ヲ）により発行されることが多い<sup>56</sup>ため、その場合には、第三者割当特有の開示項目の遵守（開示府令第2号様式ほか一記載上の注意、開示府令19条2項1号ヲ・2号ホ）が必要となる。

#### （5）新株予約権付社債の有利発行該当性

新株予約権付社債による資金調達は、公募増資と比べて株価に与える影響が間接的である上、近時の日本の低金利を背景としてゼロクーポンでの発行が可能なことから金利負担を抑えることができるというメリットがある<sup>57</sup>。一方、MSCBについては、その発行条件等に照らすと有利発行に該当し本来株主総会による特別決議が必要であるにもかかわらず

<sup>53</sup> 同上。

<sup>54</sup> 同上、453頁。

<sup>55</sup> 同上、471頁。

<sup>56</sup> 太田・山本・豊田・前掲注（20）、457頁。

<sup>57</sup> 同上、458頁。

ず、取締役会の決議のみで発行されているのではないかという懸念が指摘されてきた<sup>58</sup>。

MSCBの有利発行該当性については、①会社法において、新株予約権付社債について個別に規定が置かれることがなく、新株予約権付社債の有利発行については、新株予約権に関する会社法240条1項及び238条3項が適用されること、②新株予約権付社債の社債部分の発行価額が新株予約権行使時の払込金額と同額となるべき旨の旧商法341条ノ3第2項が廃止され、新株予約権部分を有償と定めることの障害が法文上存在しないこと、及び、③会社法238条3項1号が、特別決議が必要な場合につき、募集新株予約権部分の対価を無償とする場合、無償とすることが引受者に「特に有利な条件」であるとき、と定めているように、法文上、新株予約権の発行価額を無償とすることのみをもって有利発行になるとはされていないこと、を理由として、新株予約権の公正価値を基準にしつつ、新株予約権付社債のその他の発行条件をも加味した上で判断するという見解が通説とされる<sup>59</sup>。

新株予約権付社債の有利発行該当性が争われた裁判例は、オートボックスセブン事件<sup>60</sup>及び丸八証券事件<sup>61</sup>があるが、いずれも新株予約権の有利発行該当性につき、オプション評価理論により算定された公正価値を基準にする点、及び実際に発行会社がオプション評価理論に基づく算定に用いた各種要素ないしその算定結果の修正の妥当性について、個々の事案における具体的な事実関係に基づいて検討を行っている、という特徴があり、通説の立場と親和的といえる<sup>62</sup>。

MSCBは一般に、転換価額が新株予約権行使時点の時価の10%ディスカウント価額に下方修正されるといった条件を有し、株価動向のいかんにかかわらず経済的損失を被るリスクが少ないため、MSCBは、通常の転換社債型新株予約権付社債に比べ、オプションとしての経済的価値が相当程度高いとされる<sup>63</sup>。したがって、新株予約権部分を無償とするにもかかわらず、有利発行に該当しないといえるためには、通常の金利情勢においては、社債部分が低利・無利息であることでは足りず、何らかの経済的代償が加えて必要である<sup>64</sup>。

なお、発行会社が株価の動向に応じて自らの判断でMSCBを取得・消却できるとする取得条項が存在する場合、それにより有利発行該当性を否定する経済的代償としては不十分であるとされる。すなわち、一般に、取得条項の行使は、MSCBの発行会社にとっては、新株予約権付社債の繰上償還を意味するところ、当該発行会社にとっては、資金繰りへの悪影響から、余剰資金が十分でない限り取得条項を行使するインセンティブがないこと、及び一旦株価が下落し、下方修正条項の存在より発行される株式数が増大し、それにより株式価値の希薄化が進みさらに株価が下がるというデフレ・スパイラルが生じた場合、財務状態が良くない場合が多いと考えられることから、取得条項の行使の蓋然性は低く、新株予

---

<sup>58</sup> 同上、458頁。

<sup>59</sup> 同上、464-466頁。

<sup>60</sup> 東京地裁平成19年11月12日経済法令研究会金融・商事判例2008年1月1日号(No.1281)52頁。

<sup>61</sup> 名古屋地裁平成20年11月19日経済法令研究会金融・商事判例2009年2月1日号(No.1309)20頁。

<sup>62</sup> 太田・山本・豊田・前掲注(20)、464-466頁。

<sup>63</sup> 同上、482-483頁。

<sup>64</sup> 同上、483頁。

約権部分のオプション価値に影響を与える程度が限定的であるからである<sup>65</sup>。

また、譲渡制限条項といった取得条項以外の要素についても、新株予約権部分のオプション価値の算定につき個別具体的事実を総合して判断する通説・裁判例の立場からは、それだけで有利発行該当性を否定する経済的代償としては不十分とされる<sup>66</sup>。

## 第4章 MSCB の現状

企業の資金調達的手段は、デットとエクイティに大別される。MSCB は、その中間的な存在であり、実際には、特に銀行借入によるには企業そのものが信用力に欠ける場合、また償還能力に問題があるような場合に選択されることが多い。MSCB の発行は、特定の引受人に対して発行する私募形式（株式の第三者割当増資の形態に近い）により実施されることが多く、海外のヘッジファンドが引受人になることが大半であるのが実情である。

### 1 従来型の MSCB

MSCB とは、修正条項付転換社債型新株予約権付社債（Moving Strike Convertible Bonds）の略称で、権利行使価額を株価の上下に従い上下に修正し、かつ当該修正を頻繁に行うタイプの転換社債型新株予約権付社債をいう<sup>67</sup>。転換価格が修正されること及び修正される転換価格は、時価を 10% 程度下回ることから、行使価額が一定額で定められている通常の転換社債型新株予約権に比べ、転換権が行使される可能性はるかに高い<sup>68</sup>。

### 2 “新しい MSCB”

#### （1）公募増資の変形としての「新しい MSCB」

以上のように、必ずしも“安全でない”金融商品としての側面を持つ MSCB だが、事業再生対象企業のエグジット手段のみならず、2003 年 12 月の野村證券によるいすゞの案件をはじめとして、自己資本の円滑な拡充を目指す経営が堅調な企業においても、多様化する資金調達手段の 1 つとして有効利用される事例が見られるようになった<sup>69</sup>。実際に、証券会社及びそのグループ会社買い受けた MSCB の発行規模は、2005 年上期には発行件数 61 件、発行金額 5079 億円、2005 年度下期には発行件数 73 件、発行金額 5426 億円

---

<sup>65</sup> 同上、485 頁。

<sup>66</sup> 同上。

<sup>67</sup> 江頭憲治郎『株式会社法 第4版』（有斐閣、2011 年）725 頁注 2。

<sup>68</sup> 梅本剛正「MSCB と不公正な証券取引」民商法雑誌 134 巻 6 号（2006 年）881－882 頁。

<sup>69</sup> 奥総一郎「事業再生企業を対象にした下方修正条項付転換社債（MCSB）」銀行法務 21 656 号（2006 年）42 頁。

になり、MSCB がエクイティ・ファイナンス全体に占める割合は、2005 年度上期には 57% にまで達した<sup>70</sup>。

事業再生対象企業が MSCB を利用するようになった理由としては、公募増資の変形として、資本市場からのファイナンスを実現する手法として活用することができる、という点が挙げられる<sup>71</sup>。2003 年以降、世界的にマーケット環境が好転する中で、当時、日本の低位株に対する国内外投資家の関心が高まり、事業資金調達を実現し、早期エグジットを図ろうとする動きが生まれたが<sup>72</sup>、事業再生の対象企業においては、公募増資を行う場合、①需給悪化による株価低下リスク、②証券会社への多額の引受手数料、というデメリットがあった。①については、仮に資本調達によって期待できる企業価値向上が、増資額に十分見合うものであったとしても、事業再生対象企業の普通株式は、通常、低迷過程で出来高も減少して流動性が低くなっているケースが多い。このような状況で一度に大量の普通株式が市場に放出されると、短期的に市場がこれを吸収しきれず、需給悪化による株価下落を招きやすい。そうなれば、財務基盤が脆弱な事業再生対象企業にとっては、信用不安再燃による負のスパイラルを引き起こすリスクが高まってしまうことになる<sup>73</sup>。②については、証券会社としては、事業再生対象企業の普通株式を引き受けるリスクに見合った手数料を要求しつつも、発効額面の 5～10%にものぼる手数料支払いにより事業再生対象企業の損益に大きなインパクトを与えないよう、発行を数回に分けて 1 回あたりの発行額を減らすストラクチャーを考案した<sup>74</sup>。しかし、当該ストラクチャーによる発行であると、市場参加者に当該株式が市場に出てくるタイミングがわかってしまい、その時期が近づくマーケットが事実上その需給バランスの悪化を織り込んで株式を売却することになり、かえって株価が下がるという結果を招いてしまった<sup>75</sup>。“新しい MSCB” は、公募増資における①②のデメリットを解消するスキームとなっている。①については、“新しい MSCB” の標準的ストラクチャーは、普通株式への転換権に一定の上限価格と下限価格の範囲内で月次ベースでの転換価格修正を許容するものであり、証券会社はそのまま投資家に販売するのではなく、普通株式に転換した後に投資家に販売することとなっているため、証券会社は公募増資と異なり、販売先が固まった段階で順次普通株式に転換した後、売却することが可能となる<sup>76</sup>。したがって、需給バランスの悪化による株価下落リスクについては、大幅に軽減することができる。②について、証券会社は、株価の下落局面においても、投資家に売却する際には、その下落した時価を基準とした転換価格に修正された後に普通株式に転換すればよいため、普通株式の価格変動リスクをほぼとらなくてすみ、引受

<sup>70</sup> 会員における引受審査のあり方等に関するワーキング「会員における引受審査のあり方・MSCB の取扱いのあり方等について一会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告」(2007 年 2 月 22 日) 16 頁。

[http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105\\_kabushiki/files/hikiuke4.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105_kabushiki/files/hikiuke4.pdf) (2016 年 3 月 28 日)

<sup>71</sup> 奥・前掲注 (69) 44 頁。

<sup>72</sup> 同上。

<sup>73</sup> 奥・前掲注 (69) 42 頁。

<sup>74</sup> 同上。

<sup>75</sup> 同上。

<sup>76</sup> 同上、45 頁。

手数料を収受する必要がなくなる<sup>77</sup>。このように、事業再生対象企業は、ゼロコストでの資金調達が可能となる。

## (2) 従来型 MSCB にはない特徴

「新しい MSCB」のスキームにおいては、①償還まで普通株式に転換されないリスク、及び、②普通株式の空売りによる株価下落リスク、といった従来型の MSCB が有していたリスクができる限り排除される。

①について、MSCB の発行企業においては、普通株式に転換されない限り、負債として残るため、当該企業の信用力改善に寄与しない上、償還時のリファイナンスリスクを負うことになる<sup>78</sup>。そこで、「新しい MSCB」においては、転換価額が随時時価に近い水準に修正されることで、償還まで株式に転換されないリスクが取り除かれ、転換が促進される<sup>79</sup>。すなわち、転換価格の 5～10% のディスカウントは、投資家にディスカウントで購入する機会を与えつつ、当初手数料を得られない証券会社にも普通株式に転換してから投資家に販売すれば収益を得られる、という発行会社と同じ目線のインセンティブを与えるという点で、投資家へのディスカウントのみならず、販売手数料的な意味合いも含むこととなる<sup>80</sup>。

②について、「新しい MSCB」においては、普通株式の空売りによる株価下落を未然に防ぐため、(a) 譲渡制限条項及び (b) コール条項、すなわち発行会社がいつでも社債を償還できる繰上償還条項が付けられている。まず、(a) 譲渡制限条項は、証券会社が MSCB のまま投資家に売却することなく、株式に転換してから投資家に販売することを担保する目的を有する<sup>81</sup>。証券会社が、転換が思わぬように進まなかった場合などに、普通株式に転換してから売却するという本来のシナリオに反して、MSCB のまま転売することが許されると、普通株式の空売りをして株価の低落による利益の獲得を目指す投資家に転売されるおそれが生じるからである<sup>82</sup>。次に、(b) コール条項が定められる目的は、発行後に株価が大きく下落して株式の希薄化が当初の想定よりも進展するおそれがある場合に、発行会社が早期償還することでそれ以上の株式の希薄化を防止し、さらなる株価下落を回避するためである<sup>83</sup>。なお、実務においては、コールをかけたいタイミングで即座にキャッシュを用意できなければ、コール・オプションが牽制機能としての意味を実質的に持たなくなってしまうため、発行後は、権利行使状況を注視して、少なくとも投資家へのスムーズな販売が進んでいるとの見極めがつくまでは、発行代わり金をプールしておく等をして、いつでもコール行使が可能な体制が維持される<sup>84</sup>。

---

<sup>77</sup> 同上。

<sup>78</sup> 同上。

<sup>79</sup> 野田博「MSCB に関する法と実務対応」徳岡卓樹・野田博「企業金融手法の多角化」（日本評論社、2008 年）124－128 頁。

<sup>80</sup> 奥・前掲注（69）45 頁。

<sup>81</sup> 同上、46 頁。

<sup>82</sup> 野田・前掲注（79）132 頁。

<sup>83</sup> 奥・前掲注（69）46 頁。

<sup>84</sup> 同上。

以上のように、従来型の MSCB が有していたリスクが排され、かつ、発行会社には、小刻みに株式の公募増資を行うことに類似した経済効果が生み出されることから、本来公募増資をすべき健全企業においても、「新しい MSCB」を行うインセンティブが生まれることとなる<sup>85</sup>。

## 第5章 空売り規制詳論

MSCB の有効活用を促進する上では、空売りを防ぎ MSCB のもつマイナスのイメージを払拭することが肝要となる。そこで本章では、空売り規制について詳しく検討していく。

### 1 資金調達の最適化という観点

上記の観点からは、理論的には「良い MSCB」も存在するにも関わらず、多くの事例の中で一部の極端なケースに目を囚われるあまり否定的な意見が強調されているに過ぎず、実はその要因は MSCB を有効に活用するための法制度が十分に整備されないままに置かれているからではないか、というのが筆者の仮説である。

法制度の未整備に対応するためには、発行体である当該企業の合理的な経営計画の策定、引受会社の節度ある行動の喚起、自主規制機関による自主規制を整備し、それらの具体化として法規制を位置づけていくべきである。本稿では、上記3点の中でも、特に引受会社が節度ある行動をとるように適切な法規制を考えることで、「良い MSCB」の推進を図る法制度のあるべき姿を検討する。

MSCB は、俗に「私募債マフィア」と称される弁護士・公認会計士・税理士などを含むタスクフォースが、体力の弱った企業に MSCB の発行を持ちかけて、金融工学を利したオプションバリュー的手法や空売りなどの実務を組み合わせ、利益を上げている動きが現実には存在しており、この過激な状況下の MSCB をどう取り扱っていくかという問題に対しては、会社法・金融商品取引法などの法制度を充実させることが急務である。

こういったコンテクストから、具体的には、引受会社による株式の空売りを防ぐ法制度を検討していく。

### 2 空売り規制を議論する意味

従来の MSCB は、MSCB を発行すると空売りを誘発し企業の破綻につながるというイメージが存在したために、有効活用が進まなかった。

1990 年代後半に、複数の邦銀が BIS 自己資本規制対策の一環として、米国市場において下方修正条項付優先出資証券を発行した際に、普通株価が暴落したり<sup>86</sup>、2000 年から 2001 年にかけて、資金不足にあえぐ複数の企業が下限転換価格を設定しない MSCB を発行した直後から普通株価が暴落し、これが信用不安を煽って更なる株価下落を招き結局破

---

<sup>85</sup> 野田・前掲注（79）133 頁。

<sup>86</sup> 奥・前掲注（69）45 頁。



綻してしまう<sup>87</sup>などという事例が発生したことにより、MSCB は、一般的に、財務的に毀損してしまった企業が資金調達のため繰り出す最後の一手というイメージを持たれ、発行体にとってある種リスクな金融商品であると誤って認識されてしまったのである<sup>88</sup>。

アメリカでは、デス・スパイラル (death-spiral) 転換社債またはトキシック (toxic) 転換社債と呼ばれ、商品コンセプトとしては革新的でありながら、資本市場での活用の結果として失敗に終わった金融商品と称されることもある<sup>89</sup>。日本でも、カカコムが、MSCB の発行を取締役会決議事項から株主総会決議事項に要件を加重する定款変更を行う<sup>90</sup>など、企業自ら MSCB の発行を制限する動きがみられた。

MSCB を発行した企業の普通株価が下落する要因としては、以下 2 点が挙げられよう。

(1) MSCB に限らずエクイティ・ファイナンス一般においては、希薄化分を織り込んで普通株式が売却されることがあるから、もしくは、エクイティ・ファイナンスとしての MSCB の発行を、株価が割高であるとのアナウンスメントと捉えた市場関係者が普通株式を売却するから、というファイナンス理論に基づくもの

(2) MSCB を保有する投資家による普通株式の空売りを誘発するから、という MSCB の商品性質に基づくもの

(1) については、ある企業がエクイティ・ファイナンスを行う場合、そのファイナンスによって得られた資金の使途が、希薄化を補って余りある企業価値向上に資すると市場参加者が納得できなければ、公募増資であろうと MSCB であろうと、普通株式が売却されることとなる<sup>91</sup>。また、企業経営者がエクイティ・ファイナンスを実施したいと思うタイミングは、往々にしてその企業の株価が過大評価され割高であると考えている時であることから、市場参加者は、当該エクイティ・ファイナンスの実施を株価が割高であるとのアナウンスメントと捉え、普通株式を捉えるという解釈も成り立つ<sup>92</sup>。もっとも、現実に普通株価が短中期的に下落するのは、(2) の要因が大きいとされる。すなわち、MSCB は、転換価額が将来の普通株式の株価に連動するため、この商品の保有者は株価が下落することにより、転換した時入手する株式が増加することとなるため、この商品の保有者は、株価を引き下げる行為を行う誘因にさらされることとなる<sup>93</sup>。そして、大株主により割当先に対して貸株がなされることで、意図的に株価を引き下げる空売りが行われ、転換価額と連動する株価が下がり切ったところで転換権を行使して貸株の現物渡しを行うことにより、マージンを極大化させつつ収益を確定させる、といった方法が可能となる<sup>94</sup>。また、

---

<sup>87</sup> 同上。

<sup>88</sup> 同上。

<sup>89</sup> リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン『コーポレート・ファイナンス (下) 第 8 版』(日経 BP 社、2007 年)、196-197 頁。

<sup>90</sup> <http://pdf.irpocket.com/C2371/XWWG/wYw1.pdf> (2016 年 3 月 28 日)

<sup>91</sup> 奥・前掲注 (69)、43 頁。

<sup>92</sup> 同上。

<sup>93</sup> 野田・前掲注 (79) 132 頁。

<sup>94</sup> 奥・前掲注 (69)、43 頁。

このような鞘拔きを狙わずとも、MSCBの保有者は、普通株式をヘッジ売りして収益性を確保する取引を行うのが一般的であり<sup>95</sup>、現物株式が売りポジションになることで、一定程度の株価下落を必然的に招くこととなるとされる<sup>96</sup>。

したがって、MSCBの有効活用を促進する上では、空売りを防ぎMSCBのもつマイナスのイメージを払拭することがとても重要となるのである。

### 3 空売り規制の意義と問題点

空売りとは、大まかに述べると、株式を所有せずに、又は所有している場合であってもそれを用いず、他人から借りてきた株券を用いて売却を行うことを指す<sup>97</sup>。

空売りには意義と同時に弊害があり、特にMSCBに関連してはその弊害の方を多々指摘されてきた。以下では意義と弊害を詳述する。

#### (1) 空売りの意義

空売りには、個々の投資者の投資機会を拡大する利点が存在することはもちろんであるが、それにとどまらない正の外部性が認められている。

##### ① 市場流動性の増加

空売りは、株式の手当の有無によって、カバードショートセールとネイキッドショートセールに区別される<sup>98</sup>。カバードショートセールとは、空売りの売り手が株式取引の締結の時点で無条件に行使可能な有価証券の譲渡請求権を有し、かつ当該売り手が買い手に対して受渡義務を履行できることが確保されている場合をいう。空売りのうち、カバードショートセールの場合、株式の貸借関係を通じて市場に株式を供給することによって、追加的な流動性を市場に与えることができる。株式の時価は市場において当該株式に対する流動性が高ければ高いほど実際の価値に近似することから、市場の流動性の増加もまた、間接的に最も効率的な価格形成に寄与することができる<sup>99</sup>。そのために、マーケットメーカーにとって、空売りは、適正な利用によって需給関係の一時的な不釣り合いを調整することが可能になる重要な手段となる。

すなわち、空売りによる売り注文が市場に入ることは、空売りが存在しないときに比べて市場における流動性が増加することを意味し、市場の流動性が増加することは、投資者の取引コストを低下させるというメリットをもたらす。また、空売りは特定の銘柄の過大評価を修正して、株価を適正な水準に向かわせる効果があり、資本市場の効率性に貢献する機能がある<sup>100</sup>。

---

<sup>95</sup> 同上。

<sup>96</sup> 藤岡智男「転換社債型新株予約権付社債」証券取引法研究会編「新会社法の検討—ファイナンス関係の改正」『別冊商事法務』298号（2006年），114－118頁。

<sup>97</sup> 東京証券取引所証券用語集 [http://www.tse.or.jp/glossary/gloss\\_k/ka\\_karauri.html](http://www.tse.or.jp/glossary/gloss_k/ka_karauri.html)（2016年3月28日）

<sup>98</sup> 久保寛展「ドイツ法における空売り規制と金融市場の安定化」『福岡大学法学論叢』56巻4号（2012年3月），423頁。

<sup>99</sup> 同上。

<sup>100</sup> 梅本剛正「空売り規制等の市場規制」『ジュリスト』1412号（2010年），51－52頁。

## ② 情報経済的利益

空売りは、2つの点から市場を効率化させると説かれている。1つは、洗練された投資者による情報収集・分析活動がより促進されるという点であり、もう1つは、そのような投資者が現実には市場で取引をすることにより、情報が株価に反映され、適正な株価形成が促されるという点である<sup>101</sup>。

洗練された投資者が、情報の収集・分析活動を行った結果、特定の銘柄が割安と判断される場合と割高と判断される場合がある。割安と判断された場合には、当該銘柄を買い、事後に売却等することにより、投資者は利益を得ることができるが、割高と判断された場合には、当該銘柄を保有していれば売却することにより利ザヤを得る（あるいは損失を回避する）ことができるものの、そうでなければ、利益を得る機会は存在しない。空売りが可能であれば、この場合にも、売りから入ることにより、買戻しにより利ザヤを得ることが可能となる。つまり、市場において空売りが可能である場合には、そうでない場合に比べて情報収集・分析活動により得られる期待収益が高まることになり、その結果、市場において、情報収集・分析活動に基づく取引が促されることになるわけである<sup>102</sup>。

そして空売り自体は、その内在的機能として、資本市場で取引される株式に対して最も効率的な価格形成に寄与できる。市場参加者が特定の株式が過大評価されかつ真実の企業価値を反映しないと評価する場合においては、期待された株価の推移が生じる局面において売付価格とその後の買戻し価格との差額において利得するために当該企業の株式を空売りするインセンティブを有するだけでなく、当該行為は、個人的な経済的利益と共に、このような市場参加者の評価を間接的に市場に媒介する意味において情報内容もまた有することになる。このことから、空売りにはバブルを防止できる機能があることが認められ、この機能は結果として価格形成に寄与することができる<sup>103</sup>。

現実には投資者がすべて同じ情報を共有しているとは限らないし、同一の情報を有する投資者であっても、評価能力やリスク選好に違いがある以上、投資判断が同一とは限らない。市場では、多様な投資判断に基づいて売買が行われることにより、多くの情報や評価が株価に織り込まれて適正な株価が形成されるのであるが、もし空売りが不可能であれば、悲観的な評価に基づく取引は限定されることになり、楽観的な情報あるいは楽観的な投資判断が、より強く株価に織り込まれることになる。空売りが可能であれば、株式を保有しない投資者の有する情報等が幅広く株価に反映されるため、より適正な株価形成が促進される<sup>104</sup>。

## ③ ヘッジング機能

空売りは、ポートフォリオのリスク対策のための戦略の一部でもあるために、既存の保有株式の株価が変動する場合には、空売りによってポジションから生じる損益が相殺されることで、ポートフォリオの価値を常に一定に維持することが可能となる。すなわち、株価

---

<sup>101</sup> 同上。

<sup>102</sup> 同上。

<sup>103</sup> 久保・前掲注(98)，423頁。

<sup>104</sup> 梅本・前掲注(100)，53頁。

が下落する局面では株式の価値が喪失されるが、同時にショートポジションによって相応の利益が得られる<sup>105</sup>。

## （２） 空売りの問題点

空売りは市場の効率性等との関係で、重要な機能が認められているが、他方において、不公正取引の手段として、あるいは、市場の不安定要因として、その弊害が指摘されてきた。

### ① 不公正取引の手段

空売りの売り手は、株価が下落することにより利益を得ることができるので、空売りによる値崩しにより、あるいは風説の流布を併用するなどして株価下落を誘発させ、安値で買い戻すことにより利益を得ることができる。

とりわけ大量に行われた空売り（いわゆる売り崩し）は、次の２つの観点において、資本市場で強力な価格変動を生じさせるのにふさわしいとされる<sup>106</sup>。すなわち、第一に大量の売付自体が株価を下落させること、第二に空売りの売り手は大量の空売りによって、他の市場参加者に対して明らかに株式が過大評価されていると想定させる一定のシグナルを市場に出すことができること、である。このことは、他の市場参加者に自己の株式を売却するインセンティブを生じさせ、かつ群衆行動としての徹底的な売りのパニックによる値崩れを発生させることになる（株価の下降と練度の強化）。売り崩しは、空売りによって当該株式が直接に本来の価値を喪失させるだけでなく、他の市場参加者にとっても自己の投資決定に影響を及ぼすので、さらなる売付が誘引される可能性がある。このような二重の意味において、相場下落を引き起こす可能性が存在するのである<sup>107</sup>。

空売りそのものは不公正な取引ではないが、不公正な取引の１つとして利用される危険は内在している。特に日本においては、MSCB において、MSCB の引受人による空売りをういた不公正な取引が疑われたことがあった<sup>108</sup>。

### ② 市場の不安定化

空売りによるものとして指摘されるもう１つの弊害は、相場が全体的に急落するときに、空売りがその下落を助長して、いわゆる、オーバーシュートを生じさせるといわれる点である<sup>109</sup>。このような市場不安定化は、空売りではなく実売りによっても誘発されうるが、空売りが可能であれば、株価の下落スピードに拍車がかかるのは明らかである。株価の下落そのものが、過大評価を修正して適正な株価を模索するプロセスの１つであれば、それ自体を問題とする必要はないが、空売りによる株価の下落が急激なものであれば、投資者は、そこに含まれる情報が何であるかを確認できないまま、買い向かうことを躊躇うかもしれない。全体の流れに引きずられた下落であれば、反騰狙いで特定の銘柄を買い向かう

---

<sup>105</sup> 久保・前掲注(98), 423 頁。

<sup>106</sup> 久保・前掲注(98), 423 頁。

<sup>107</sup> 久保・前掲注(98), 423 頁。

<sup>108</sup> 梅本・前掲注(100), 53 頁。

<sup>109</sup> 同上。

こともできるが、万一そこに別の材料が隠れていれば、大きな損失を被ってしまうからである。

買い手不在となれば、さらに株価の下落が進み結果的に修正が過剰に行われることになる<sup>110</sup>。このようなオーバーシュートは事後に修正されるものではあるが、ボラティリティの無用な拡大が市場取引を不安定にして、市場に対する信頼を害する危険がある。単なる株価の過剰反応であれば問題は大きくないかもしれないが、株価下落そのものが企業のファンダメンタルズに影響を与える危険がある。とくに、信用の上に成り立っている金融業などにとっては、かかる株価の下落が時として、企業の存立そのものを脅かすことになりうることは、すでに広く知られている。

すなわち、空売りは、経済的利益の反面、金融システム全体の安定性を危殆化するとされるのである。これについて金融監督機関によれば、株式のショートポジションの発生及び増加は、いっそう既存の流動性の逼迫を強化する結果として、システムの重要な金融セクター企業の株価が、空売りによってリファイナンスの可能性の全てが失われるほど押し下げられるならば、当該企業は資本の受入が困難になるとされる<sup>111</sup>。この問題は、特に当該企業が資金調達のためではなく、自己資本比率の強化や支払能力の確保のために資本の受入を行う場合において顕著であり、したがって、空売りには、金融システムの安定性を危殆化する効果を生じさせる可能性が存在することになる。

さらに、大量の空売りは株価の急落を意図的に惹起させるリスクを生じさせる。この場合における急速な株価変動は、単に市場参加者の行動に起因するに過ぎず、ファンダメンタル価値との関連性は存在しないが、株価の暴落によって安く株式を買い戻すために意図的に株価を下方に押し下げようと風説の流布が行われるインセンティブが働く可能性がある<sup>112</sup>。

さらに、増資時において価格発見プロセスを妨害するリスクが発生することや、相場上昇局面では空売りの売り手に対する受け渡し義務の不履行のリスクを高めることも指摘されている。

#### 4 空売り規制の変遷と現状

MSCBを有効活用するために、空売りを適切に規制しその弊害を抑制することが重要である。そこで空売りに対する規制の変遷と現状について検討する。

##### (1) 空売り規制の変遷<sup>113</sup>

日本の証券法において、空売り取引は証券取引法の制定当初から原則的に禁止されていたが、法律が予定する政令も定められていなかったことから、法規制の実効性については

---

<sup>110</sup> 同上。

<sup>111</sup> 久保・前掲注(98), 423頁。

<sup>112</sup> 久保・前掲注(98), 423頁。

<sup>113</sup> 志馬祥紀「空売り規制と流動性 - マイクロストラクチャーから見た規制効果」『証券経済研究』第51号(2005年9月), 77-81頁。

疑問のある状態が続いていた。実際に証券取引法施行令における詳細な取り扱いが定められたのは 1965 年である。その後条文等が修正されることはなかったが、バブル経済崩壊後の 1998 年 2002 年、及び 2008 年に相次いで改正され、規制が強化された。

まず、1998 年 1 月 6 日に貸株を使用した空売りへの空売り規制の適用、相場操縦への厳正な対応などが大蔵大臣談話の形で打ち出された。この談話を受けて同年 6 月に証券取引法改正案が国会で可決され、改正された空売り規制は同年 10 月 23 日に施行された<sup>114</sup>。

1998 年の改正では、従来空売り取引に定められていた明示義務に加えて、「顧客の明示義務」「証券会社の確認義務」が新設されるとともに、直近に公表された価格未満における空売りが禁止された<sup>115</sup>。

2002 年の改正では、空売り可能な価格が直近価格以上とされ、信用取引における売りも明示義務の対象とされた。この新たに設定された空売り可能な価格制限は、下げ相場における空売りを禁止するもので、米国でアップティック・ルールと呼ばれる価格規制と同様の内容である。この改正によって日本の規制は当時の米国の空売り規制とほぼ同様となった。

同時に明示対象義務について信用取引の売り注文が含まれるようになり、一定規模以上の信用取引の売りについて価格規制が導入された。そして証券取引法の改正ではないが、金融庁からの要請に基づく形で、証券金融会社は信用取引の売り手に対して貸株料を賦課することになった<sup>116</sup>。

2008 年には、いわゆるリーマン・ショックによる証券市場の株価変動へ対応するために、当面の時限的な措置として、現物の手当てを欠いた株式の空売りを禁止し、一定規模以上の空売りのポジションの所有者の報告義務等を内容とする規制が追加された。

その後、2008 年 9 月のリーマン・ショックによる市場混乱を受けて導入された緊急措置としての空売りに対する規制強化策は、なんと 12 回相当回に亘って期限延長されてきた。東日本大震災の発生といった不測の事態に不幸にも影響され、日本ではこれらの緊急措置をなかなか容易に解除することができなくなってきたのが現状である<sup>117</sup>。

## (2) 空売り規制の現状 ―近年の見直し―

その後、最近では、2013 年に日本でも規制が見直された。

2013 年の変更点を大崎貞和氏が簡潔に整理されているので、以下にポイント 4 点を紹介する<sup>118</sup>。

### ① 第 1 に、2008 年に緊急措置として導入された空売りポジションの報告・公表制度を恒

<sup>114</sup> 福光寛「空売り規制の強化」ジュリスト 1250 号（2003 年 8 月 1 日）、112－113 頁。

<sup>115</sup> 志馬・前掲注(113)、81 頁。

<sup>116</sup> 同上。

<sup>117</sup> 大崎貞和「『平時』に戻る空売り規制」野村総合研究所金融 IT イノベーション研究部（2013 年 5 月）

[http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu\\_itf/backnumber/2013/05/201305\\_3.html](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2013/05/201305_3.html)  
（2016 年 3 月 28 日）

<sup>118</sup> 同上。

久措置に改めた。具体的には、空売り残高割合が 0.2%以上に達した時点で報告義務を課し、0.5%以上に達した場合には公表する。また、空売り残高割合が 0.3%、0.4%、0.5%以上に達した場合や当初の報告水準である 0.2%を下回った場合には、変更報告義務が課される一方、ポジション公表後 0.5%を下回った場合にも公表する。

- ② 第 2 に、恒常的な価格規制を撤廃した。具体的には、空売りに係る有価証券の価格が前日終値と比較して 10%以上低い価格に達した段階で、アップティック・ルールが適用される枠組み（トリガー方式）となった。価格規制が発動された場合、その適用期間は適用開始時点から翌日の取引終了時点までとなり、規制対象は、取引所市場だけでなく PTS（私設取引システム）の取引にも拡大された。
- ③ 第 3 に、ネイキッド・ショートセリングの禁止が恒久措置に改められ、PTS における取引まで対象が広がった。
- ④ 第 4 に、空売りの明示・確認義務及び公募増資に関連した空売り規制についても、PTS における取引まで対象となった。

### （3）空売り規制の事例<sup>119</sup>

上述のような変遷の経過をたどってきた空売り規制だが、実際にどのように市場が規制されてきたのかを検討するため、近年の空売り規制の事例を以下に紹介する。

・カリヨン証券会社東京支店に対する 5 営業日の業務停止および内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 18 年 6 月 27 日）

同支店は、当該者が関係会社の株式の売買について、価格及び数量については同支店が定めることを内容とする契約（一部一任契約）を締結したうえで、平成 17 年 2 月から同年 7 月までの間、他の証券会社を通じて証券取引所に株式の売付けの委託の代理、また、同年 7 月から同年 10 月までの間は、同支店が直接証券取引所に株式の売付けの受託株式の売買注文を行っていた。この際、株式の売付け注文を行うに当たって、同支店は、多数回にわたり、当該証券会社又は証券取引所に対して、当該売付けが空売りであることを明示しない売付けを行った。また、当該空売りのうち、証券取引所が直近に公表した当該取引市場における価格以下の価格での空売りも認められた。

・クレディ・アグリコル・インドスエズ証券会社東京支店に対する 2 営業日の東京支店の株券の売買の受託業務停止および内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 15 年 7 月 2 日）

同社は、平成 14 年 10 月、顧客（海外グループ会社 1 社）からの米国預託証券（ADR）に係る特定銘柄の株式の売付け注文を受託するに当たって、当該特定銘柄の売付けが空売りであるか否かの別を当該顧客に確認せず、多数回にわたり、取次証券会社に対して空売りとして明示しないまま当該注文を取り次いだ。

他に特別の利益を提供することを約して勧誘する行為も認定された。

・コスモ証券（株）に対する内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 6 月 17 日）

<sup>119</sup> 日野正晴『詳解 金融商品取引法』（中央経済社、2009 年）、754 頁。

平成 13 年 4 月から同 14 年 1 月までの間、自己の計算により多数回行った株式の売付けについて、ディーラーがポジションの確認を十分に行わないまま誤認し執行するなど、空売りの審査体制が不十分であったため、証券取引所等に対し、空売りであることを明らかにしなかった。また、当該売付けにおいて、証券取引所が直近に公表した価格に満たない価格での空売りを行った。

重要な事項につき誤解を生じせしめるべき表示をする行為も認定された。

・ドレスナー・クライノート・ワッサーズ・証券会社東京支店に対する関係会社からの株券の売買の受託業務停止 10 日間及び内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 6 月 14 日）

①顧客からの多数の銘柄の株式売付け注文を受託した際に、当該顧客に対し当該売付け注文が空売りか否かの別を個別に確認することなく、当該顧客が株券を有しないで行なった当該売付け注文を受託し、さらに当該売付け注文を取引所有価証券市場において多数回にわたり発注した際に、証券取引所に対し、空売りであることを明らかにしなかった。

②自己の計算による複数の銘柄の株式売付け注文を取引所有価証券市場において多数回にわたり発注した際に、証券取引所等に対し、空売りであることを明らかにしなかった。

③上記①及び②に関し、取引所有価証券市場において、証券取引所が直近に公表した価格に満たない価格での顧客から受託した注文に絡み、空売りを多数回行った。

・日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社東京支店に対する内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 2 月 26 日）

①平成 13 年 11 月、顧客から受託した VWPA 取引（Volume Weighted Average Price、出来高加重平均価格）等のヘッジのため、自己の計算による株式の売付けを「いわゆる自己の信用取引」で行うに際して、トレーダーの貸借規制に係わる確認が不十分であったことや信用取引の申込みの失念等により、東京証券取引所に対し、多数回（268 回）にわたり、空売りであることを明らかにしなかった。

②上記空売りにおいて、抽出調査した結果、直近の価格に満たない価格での空売りがあった（4 銘柄、24 件）。

・ドイツ証券会社東京支店に対する内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 2 月 26 日）

同支店は、平成 13 年 11 月に、自己の計算による株式の売付けに関し、信用取引として執行したにもかかわらず証券金融会社への申込みを失念するなど、執行管理に係る内部管理体制が不十分であったため、多数回にわたり、証券取引所に対し、空売りの明示を行っていない売付けを行った。また、当該売付けにおいて、証券取引所が直近に公表した価格に満たない価格での空売りを行った。

・ベアー・スターンズ（ジャパン）証券会社東京支店に対する 1 週間の関係会社（特定法人等）を代理して行う株券の売買の受託業務及び関係会社（特定法人等）との間で行う証券取引行為の停止並びに内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 2 月 26 日）



①同支店は、平成 13 年 11 月に、顧客（海外関係会社）の有価証券店頭デリバティブ取引のヘッジのための株式の売付けについて、売付けの委託者（顧客）に対して、空売りであるか否かの別を確認せずに、多数回（96 件）にわたり、当該委託の申込みの相手方に対して、空売りの明示を行っていない売付けを行った。

②また、当該売り付けについて、証券取引所が直近に公表した価格に満たない価格での空売りがあった（2 銘柄、7 件）。

なお、取引一任勘定取引もあわせて認定されている。

・クレディ・リヨネ証券会社東京支店に対する 2 週間の自己の計算による株券の売買業務及び関係会社（特定法人等）からの株券の売買の受託業務の停止並びに内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 2 月 26 日）

①同支店は、平成 13 年 11 月、顧客（海外関係会社）の有価証券店頭デリバティブ取引のヘッジのための株式の売付けについて、売付けの委託者（顧客）に対して空売りであるか否かの別を確認せずに、多数回（1606 件）にわたり、空売りであることを明示しないで売り付けを行った。また、当該売り付けについて、証券取引所が直近に公表した価格に満たない価格での空売りがあった（4 銘柄、22 件）。

②同支店は、平成 13 年 11 月に、自己の計算による株式の売付けについて、ポジションの確認をせずに、多数回（100 件）にわたり、東京証券取引所に対し空売りの明示を行っていない売付けを行った。

・バークレイズ・キャピタル証券会社東京支店に対する内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 2 月 6 日）

同支店は、平成 13 年 1 月から同年 11 月までの間において、株式の売付けの受託に関して、当該株式の売付けの委託者が空売りである旨明示していたにもかかわらず、担当者の発注システムに対する理解不足等により、多数回にわたり、空売りの明示を行っていない売付けを行った。このうち直近の価格に満たない価格による空売りも認められた。

・モルガン・スタンレー証券会社東京支店に対する自己の計算による株券の売買業務停止 24 営業日および内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 14 年 2 月 1 日）

同支店は、平成 13 年 12 月 4 日、株式本部日本株トレーディング部トレーダーの関与により、特定の上場株式の自己勘定での売付けに関して、証券取引所に対し、多数回（40 件）行った株式の空売りについて、証券取引所に対し、空売りであることを明らかにしなかった。

また、多数回（23 回）にわたり、証券取引所が直近に公表した価格に満たない価格での自己の計算による空売りを行っていた。

・ゴールドマン・サックス証券会社東京支店に対する自己の計算による株券の売買業務停止 10 日間及び内部管理体制充実強化等の業務改善命令（金融庁平成 13 年 12 月 21 日）

①平成 10 年 11 月 14 日から同 13 年 7 月 31 日までの間、条件付株券貸借取引に係る自己勘定でのヘッジのための株式の売付けに関して、証券取引所に対し、多数回（2368 件）にわたり、空売りであることを明示しないで、売付けを行っていた。

②上記①以外に、平成 10 年 10 月 27 日から同 13 年 8 月 31 日までの間、VWAP 取引等に

係る自己勘定での株式の売付けに関して、証券取引所又は証券業協会に対し、多数回（38330回）にわたり空売りであることを明示しないで、売付けを行っていた。

また、多数回にわたり、直近の価格に満たない価格での空売りを行っていた。

相場操縦と異なり、明示義務違反や価格規制違反は外形的、形式的に違反を直截に摘発し易い現実もあり、空売り規制違反として多くの事例が摘発されていることが読み取れる<sup>120</sup>。

## 5 空売り規制から見る証券市場への影響と意義

以上のような処分がなされることは、証券市場にいかなる影響を与えるのか。以下では、空売り規制の問題の本質を検討した後、併せて、空売り規制の有する意義やメリットについても検討する。

### （1）証券市場への影響

空売り規制を設けることの問題点としては、流動性の低下が挙げられる。流動性とは、「大きい数量のある資産を低コストで売る（買う）能力」と定義され、「流動性の低さとは、迅速な取引執行にかかるコストの大きさである」、「流動性供給とは売り手と買い手のマッチングをさせること」「流動性の高い市場において、取引相手は即座に見つかり、売買注文は大幅な価格変動なしに速やかに執行される」と定義される<sup>121</sup>。

証券市場の機能は売り手・買い手に注文のマッチング機会を提供（流動性供給）することであり、流動性の確保は証券市場の存在意義とされる。

証券取引に関する規制の強化は一般に流動性を低下させるが、特に空売り規制強化に関しては、証券市場における取引の公正性を確保する観点から設けられたものと推察されよう。

証券取引法研究会の空売り規制についての調査・分析<sup>122</sup>は、金融庁から「空売りへの総合的取り組みについて」発表がなされた日から 20 日間を期間Ⅰ、証券取引法施行令（アップティック・ルール）の具体案が発表された日から 20 日間を期間Ⅱ、改正証券取引法施行令が施行された日から 20 日間を期間Ⅲとして、実施された。その結果、期間Ⅰについては、市場全体の流動性の低下は顕著ではなく、個別銘柄別の分析においても流動性が低下した銘柄数は相対的に少なかった。期間Ⅱについては、市場全体の流動性の低下が顕著で、個別銘柄別の分析においても流動性の低下した銘柄数は著しく多く、規制の効果が顕著であった。そして期間Ⅲについては、市場全体の流動性の低下が確認される一方で、個別銘柄別の分析では流動性の向上している銘柄が低下している銘柄数を上回っていた。当時の市場の状況を一般投資家が入手できる情報から考えると、期間Ⅰでは空売りの方向性が示されているがその内容は明確ではなく、期間Ⅱでは空売り規制内容案が詳細に提示され、期間Ⅲについては規制が実際に施行されている。こうした規制情報の違いが投資家

<sup>120</sup> 証券取引法研究会「空売り規制について」『別冊商事法務』261号(2003年7月)86－109頁。

<sup>121</sup> 志馬・前掲注(113), 80頁。

<sup>122</sup> 証券取引法研究会・前掲注(120), 34頁。

行動に影響を与え、その結果が流動性に影響を与えたと考えられる。

結論としては、2002年の空売り規制は、取引流動性の観点からネガティブな効果を有しており、政策上望ましくない結果をもたらしたといえる。したがって、空売り規制は株式取引の流動性を減少させること、そして規制に関する情報発表の内容が流動性の変化に大きく影響していることが明らかとなっている。空売り規制が、この問題点を上回る意義を有するのか、次に検討する。

## (2) 証券市場への意義<sup>123</sup>

### ① 透明性の確保

2008年以前の明示・確認義務は、規制当局に対して空売りの透明性を確保するものといえた。つまり、自主規制機関や規制当局が価格規制違反や空売りを利用した不公正な取引等を取り締まる目的との関係で設けられており、そのため、法律上はこの情報を公衆開示することは前提とされていなかった。これに対して、2008年に設けられ、2013年に恒久化した、空売りポジション保有者の開示は、公衆開示を前提としているため、市場参加者に対する情報提供も目的としている。

投資者に対して空売り情報の透明性を確保する利点としては、次のようなものがあるといわれる。特定銘柄の空売りの残高が増加している、あるいは著名な投資家が特定の銘柄に空売りを行ったという情報は、当該銘柄が過大評価されているとのシグナルを市場に与える。そのため、他の投資者もそれを前提として取引を行うため、過大評価が修正され、市場の効率化が促される効果をもたらすことになる。次に、空売り情報が透明化されていないと、株価が下落するなかで、特定の仕手筋が空売りを仕掛けている等の不確かな噂が流れ、市場が不安定になるおそれがあるが、正確な情報が伝われば、そのような無用な混乱は回避される。さらに、空売りは、原則として事後に買戻しが行われるので、将来における需給情報としても重要である。最後に、空売りが公衆開示されると、不公正取引に対する抑止効果も期待できる。

ただし、これらのメリットはリスクも伴っているので、一定の留保が必要である。まず、空売りをする者は手口を知られたくないのが通常である。なぜなら、自己の保有する空売りのポジションを知られると、空売りの締上げ（空売りをしている投資家が、損切り覚悟の買い戻しをすることで、株価が上がることをいう）がなされて、損害を被る危険があるからである。公衆開示がされるなら、その報告義務を負わない範囲で空売りを行うことになり、そうすると、社会的に望ましい水準を下回る空売りしか行われず、結果的に市場の効率性を害することになりかねない。次に、一般投資者は、開示された情報を誤解するおそれがある点にも注意する必要がある。というのは、特定の銘柄の空売りが増加すれば、当該銘柄が過大評価されている、と捉えて、一般投資者が安易に反応する可能性がある。しかし、空売りは必ずしも当該銘柄が過大評価されている、という理由だけでなされるのではなく、ヘッジ目的や対象銘柄に対する評価が中立的な取引として、行われている場合も少なくない。空売り情報を透明化すると、空売りが多様な目的で行われていることが理

---

<sup>123</sup> 梅本・前掲注(100), 56頁。

解されないまま、非合理的な追随売りを招く危険がある。同様に、空売りの買戻しについての期待も、必ずしもすべての空売りが、事後に買い戻されるとは限らないので、この点も投資者の誤解を招きかねない。

## ② 価格規制

空売り価格を規制する意義、とりわけ下げ相場で株価を下げるような価格の注文を禁ずることの趣旨は、相場操縦的な行為の防止と、急激な株価下落により市場が不安定化することの防止の2つがあると考えられる<sup>124</sup>。

市場の安定化との関係では、(アメリカなどと異なり)わが国においては、各取引所が値幅制限制度を採用している点を指摘できる。空売りの価格規制は、(効果があるとしても)株価下落の速度を抑えるだけであるのに対して、値幅制限は株価の変動幅を直接的に限定するため、こちらのほうがより効果が高い。値幅制限に加えて、空売りの価格規制が必要だとする積極的な理由が認められるなら格別、そうでない限り、市場の安定化との関係では、価格規制の存在意義は低い<sup>125</sup>。

他方、相場操縦的行為の一般予防との関係では、現行法ではなぜ不十分なのか慎重に検討しなければならない。かつては、刑事罰の制裁のみが予定されていたため、法執行も謙抑的にならざるをえなかったかもしれないが、課徴金制度の導入以降は、相場操縦規定のほか、包括規定である金商法 158 条も積極的に活用することが期待されている。2008 年の政令改正により、空売りの透明性が強化されたことから、空売りを用いた不公正な取引は、以前よりも行いにくくなったと考えられる<sup>126</sup>。価格規制でどこまで相場操縦的な行為を抑止するのか、検討が必要である。

以上の問題点と意義を踏まえて、これからの空売り規制の在り方を提言する。

## 6 わが国の空売り規制への提言ー内外における現行制度を踏まえてー

### (1) 海外の法制度との比較

これからの日本の空売り規制のあり方を提言する前提として、海外の法制度を概観する。

#### ① アメリカ

米国では、もともと、取引所上場銘柄に対するアップティック・ルールと、ナスダック(Nasdaq)市場に対するビッド・テスト(bid test)が存在した。ビッド・テストは、直近最良買い気配(bid)をベースとした価格規制で、株価上昇局面ではどの価格でも自由に空売りを行える規制だった<sup>127</sup>。その価格規制(アップティック・ルール及びビッド・テス

<sup>124</sup> 梅本・前掲注(100), 58 頁。

<sup>125</sup> 同上。

<sup>126</sup> 同上。

<sup>127</sup> 大塚剛士「東証市場における空売りの実態及び空売り規制の影響」東証ワーキングペーパー(2012 年 9 月 28 日)5 頁。

ト)は、次第に必要性を疑われるようになり、2007年7月に価格規制は完全に撤廃された<sup>128</sup>。

その状況は、2008年の金融危機の発生により大きく変化した。具体的には、価格規制が復活し、株価が前日終値比で10%以上下落した銘柄については、アップティック・ルールが発動されることになった<sup>129</sup>。

なお、空売りに関する報告義務としては、運用資産1億ドル以上の機関投資家に毎週最初の営業日に前週末時点の空売りポジションの報告義務(報告内容は一般には開示しない)を課している<sup>130</sup>。

## ② イギリス<sup>131</sup>

イギリスでは、空売り自体の禁止として、2009年1月16日まで金融株34銘柄の空売りを禁止していたが、同年1月17日以降、撤廃した。また、空売りに関する価格規制は、特になし。空売りに関する報告義務としては、空売り禁止の対象銘柄について発行済株式数の0.25%以上のポジション報告を義務づけるのみである。

## ③ ドイツ<sup>132</sup>

ドイツでは、国内の取引所における規制市場での取引のために上場を許可された株式、もしくはその法定通貨がユーロであるEU加盟国の中央政府、地方政府及び地方公共団体によって発行された債券のネイキッドショートセールが禁止される。空売りに関する報告義務としては、国内の取引所における規制市場での取引のために上場を許可された企業の発行株式の0.2%に達するか、その閾値を超過するか若しくは下回る正味ショートポジションについては、次の取引日が経過するまでにその保有者から金融監督機構に対して小数点以下2桁まで通知されなければならない。さらに0.5%に達するか、その閾値を超過するか若しくは下回る正味ショートポジションについては、通知に加えて電子連邦官報においてその保有者から1取引日以内に公表される必要があり、それぞれの閾値につきさらに0.1%若しくはその倍数に達するか、その閾値を超過するか若しくは下回る場合には、1取引日以内に通知あるいは通知と公表が行われなければならない。

全体の傾向として欧米では、金融危機時に導入された一部銘柄に関する空売りの全面禁止といった緊急措置が解除された後、危機の経験を教訓にしながら、平時の規制内容の見直しを進めている。例えば、アメリカでは2010年5月以降、証券取引委員会(SEC)による規則改正が施行されている。ヨーロッパにおいても、欧州連合(EU)が空売り規制に関する規則(regulation)を制定し、2012年11月から施行している。

## (2) わが国の現行制度についての評価

では、上記の海外の法制度と比較して、現行の日本の法制度はどのように評価すべきか

---

<sup>128</sup> 同上。

<sup>129</sup> 同上。

<sup>130</sup> 大崎貞和「市場の価格発見機能を破壊する日本の空売り規制」金融財政事情60巻1号(2009年1月5日)、81頁。

<sup>131</sup> 同上。

<sup>132</sup> 久保寛展「ドイツ法における空売り規制と金融市場の安定化」『福岡大学法学論叢』56巻4号(2012年3月)、415-430頁。

の観点でいえば、久保寛展氏や大崎貞和氏が、わかりやすく見解を示されているので、以下それらの要約も併せて、ポイントを4点紹介する。

①現行の日本の制度は、価格規制を常時適用する枠組みをとっていない。市場心理が悪化していると認められる場合にのみ規制する制度は、市場の流動性を高め、適切な価格形成を促進する<sup>133</sup>ので、妥当なものと評価できる。

②空売りポジションの報告・公表制度については、あまりにも広く空売りポジションが公表されることで正当な空売りが抑制されてしまう問題と、市場の安定確保のため空売りポジションに関する情報を欲しい当局や取引所の思惑を調整することが課題とされていた<sup>134</sup>。したがって、報告段階と公表段階を分けている点についても、適切な法制度といえる。

③空売り規制の適用は、取引所市場だけでなく、PTS（私設取引システム）にも及ぼされている。PTSは、東証が2014年1月と7月に株価の刻み幅を縮小し、PTSの差別化が困難になったことで、今後利用が拡大していくか不透明になっているとされる<sup>135</sup>が、取引所市場とPTSにおける取引に対する規制の平仄を合わせていることは、合理的と考える。

④ネイキッド・ショートセリングを常時禁止したことにより、正常な決済のできない空売りの排除が可能となり、証券決済システムの安定、ひいては金融システムの安定性確保が図られる<sup>136</sup>。決済の安定確保という規制目的の重要性に鑑みれば、当該規制は妥当なものと評価できる。

### （3）提言の基本的方向性

日本においても、2012年11月以降、総選挙やその結果を受けた第二次安倍内閣の発足、同内閣が掲げる経済政策「アベノミクス」に対する期待感の高まりなどを背景に、株価がリーマン・ショック以前の水準を回復するなど、市場心理の安定感が増しており、緊急措置から脱却する時期が来ていた。2013年の改正を経た現行法制度は、そうした観点から時宜を得たものであり、内容的にも、空売り行為の経済的意義を基本的に肯定しつつ、市場が不安定化した場合に事態を悪化させる要因ともなり得るという問題点に鑑み、金融危機後の欧米における規制見直しの動きに学んだバランスの取れたものとなっている<sup>137</sup>。

したがって筆者は、空売り規制については、現行の法制度の方向性を維持するのが適切と考える。

ただし、その方向性を是としながらも、筆者なりに補完するとすれば、今までの空売り規制については、一例でいえば、「誘引目的」と「変動取引」と、どちらの判断を優先させるかという、ごく限られた枠組みの中での議論しか行われてきていない。法制度、条文そのものの枠組みについて、あるいはそもそも論として、その意図によって違法なものか否かを峻別することの意義、意味について、十分に論じられてきていない。つまり現行法の

---

<sup>133</sup> 久保・前掲注（132）415－430頁。

<sup>134</sup> 同上。

<sup>135</sup> 大崎貞和「歓迎すべき空売り規制の見直し」

[http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2013/20130308\\_2.html](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2013/20130308_2.html)（2016年3月28日）

<sup>136</sup> 同上。

<sup>137</sup> 同上。

アプローチは、少なくとも現行の法制度の枠組みが自明のことではないことをよくよく理解しておかなければならない

## 第6章 MSCBの現行法制度

### 1 会社法

#### (1) 新株予約権付社債の発行手続

MSCBは、新株予約権付社債の一種であることから、新株予約権付社債の発行手続につき、以下概観する。

会社法において、新株予約権付社債は、「新株予約権を付した社債」と定義付けられている（会社法2条22号）。

平成17年改正前商法では、新株予約権付社債の発行については、社債に関する項目（改正前商法第2編第4章第5節第3款）の中に規定されていた（平成17年改正前商法341条ノ3）が、会社法では、新株予約権付社債の発行については、社債の募集に関する規定は適用されず（会社法248条）、新株予約権の募集事項の決定手続（会社法238条）に従うこととなる。そして、新株予約権付社債の新株予約権部分についての募集事項の決定は、社債に関する条文（会社法676条）と同様の決定事項が定められる規定となっている（会社法238条1項6号）。このように、会社法における新株予約権付社債の発行手続は、新株予約権を単独で発行する場合と同じ条文が適用され<sup>138</sup>、募集株式の発行等と平行的な手続になる<sup>139</sup>点が特徴的である。

具体的には、公開会社（会社法2条5号）においては、まず、募集事項の決定は、原則として、取締役会決議（会社法240条1項・238条2項）で足り、有利発行にあたる場合には、株主総会決議による決定（会社法238条3項・2項）及び取締役が株主総会において、有利な条件又は金額で募集を行うことが必要な理由を説明すること（会社法238条3項）が必要となる。

次に、新株予約権付社債の募集の際、株式会社の決定機関は、会社法238条1項・676条及び会社法施行令162条に規定された新株予約権の募集事項及び社債の募集事項を定めることが必要となる。なお、これらの募集事項は、募集ごとに均等に定める必要がある（会社法238条5項）。

また、公開会社において取締役会で募集事項を決定した場合、原則として、割当日の2週間前までに、株主に対して募集事項を通知（会社法240条2項）又は公告（同条3項）しなければならない。これは、株主に新株予約権付社債の発行の差止め請求の機会を与えるためとされる<sup>140</sup>。

<sup>138</sup> 太田洋・山本憲光・豊田祐子『新株予約権ハンドブック 第2版』（商事法務、2012年）434頁。

<sup>139</sup> 野田・前掲注（79）132頁。

<sup>140</sup> 太田・山本・豊田・前掲注（138）445頁。

例外として、割当日の2週間前までに金商法4条1項又は2項に基づく届出が行われている場合その他の株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合には、これらの通知・公告は不要となる（会社法240条4項）。「株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合」とは、①有価証券届出書（金商法）、②発行登録書（金商法23上の3第1項）及び発行登録追補書類（金商法23条の8第1項）、③有価証券報告書（金商法24条1項）、④四半期報告書（金商法24条ノ4ノ7第1項）、⑤半期報告書（金商法24条ノ5第1項）、⑥臨時報告書（金商法24条ノ5第4項）といった書類が、割当日の2週間前までに届出又は提出（金商法上の電磁的方法による提供も含む）されている場合である（会社法施行令53条）。

なお、平成17年改正前商法では、転換社債型新株予約権付社債に付された新株予約権の算定理由（発行価額を無償とするときはその理由）を公告・通知する必要があったが（平成17年改正前商法341条ノ15第3項、280条ノ23）、会社法では算定理由の開示は要求されていない。この点につき、算定理由が開示されない限り、既存株主としては、取締役会が具体的にどのような根拠に基づいて有利発行に該当しないと判断したのか知ることが困難になり、株主の発行差止請求権の機能も弱められてしまうとの指摘もあったが<sup>141</sup>、平成17年改正前商法の規律の下でも、「ブラック＝ショールズ・モデルにより算出した」といった記載のみがなされることがあり、算定理由の開示が形骸化していた<sup>142</sup>ことから、現行会社法の処置は妥当である。

## （2）有利発行規制との関係

### ① 新株予約権の払込金額がゼロと定められる点について

第三者に対する有利発行の場合の手続についても、募集株式の発行等の場合と基本的にはパラレルだが、転換社債型新株予約権付社債については、払込みを要しない発行がある点が異なる。すなわち、新株予約権付社債の新株予約権分について、有利発行規制が及ぶ場合とは、払込金額が新株予約権を引き受ける者に「特に有利な金額」である場合（会社法238条3項2号）のみならず、金銭の払込みを要せずに発行し、それが新株予約権を引き受ける者に「特に有利な条件」である場合（会社法238条3項ノ2号）も含まれる。

そして、転換社債型新株予約権付社債の発行実務においては、それに付される新株予約権の払込金額をゼロと定めるのが通例になっている<sup>143</sup>。この実務については、新株予約権部分について、1994年4月以降、会計処理基準につき区分法が適用されることになった、という会計原則実務が背景となっている<sup>144</sup>。すなわち、区分法では、社債部分対価と額面金額の差額は、社債発行差金として償還期間にわたって均等償却され損金処理され、行使期間中に行使しなかった当該差額部分は、行使期間満了時戻入益となる。したがって、新株予約権の存在期間中、均等に費用処理をする必要があり、期中利益減少要因になること

<sup>141</sup> 久保田安彦「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」季刊企業と法創造5巻1号（2005年）71頁。

<sup>142</sup> 龍田節『会社法大要』（有斐閣、2007年）312頁注23。

<sup>143</sup> 野田・前掲注（79）136頁。

<sup>144</sup> 山一証券経済研究所「増資白書」商事法務1393号（1995年）91頁。



をおそれた証券業界が、新株予約権の払込金額をゼロと定めて発行するようになったという背景があるとされる<sup>145</sup>。

新株予約権の払込金額をゼロと定める実務慣行に対しては、有利発行に該当し本来株主総会による特別決議が必要であるにもかかわらず、取締役会の決議のみで発行されているのではないかと、という懸念がある。

しかし、MSCB の有利発行該当性については、現行法上、新株予約権の発行価額を無償とすることのみをもって有利発行になるとはされていないこと、を理由として、新株予約権の公正価値を基準にしつつ、新株予約権付社債のその他の発行条件をも加味した上で判断するという見解（以下「中間説」という。）が通説とされる<sup>146</sup>。

この通説からは、新株予約権の払込金額がゼロと定められる実務につき、その点のみをもって有利発行に該当するとはいえない。

## ② 日本証券業協会の 90%ルールを援用する点について

「新しい MSCB」においては、社債に付された新株予約権につき 1 株当たり権利行使価額が常にその時点の株価の約 10%になるよう設計されている<sup>147</sup>。これは、「新しい MSCB」が普通株式の第三者割当増資を分割して行うことに類似していることから、日本証券業協会による第三者割当増資における自主ルールを参照にしたものとされる<sup>148</sup>。日本証券業協会は、「第三者割当増資の取扱いに関する指針」の中で、「発行価額は当該増資に取締役会決議の直前日あるいは直前日からさかのぼった適当な期間（最長 6 ヶ月）の平均に株価を 0.9 乗じた額以上の価格であること」という自主ルールを定めており<sup>149</sup>、このルールにつき一応の合理性を認めることができるとする裁判例もある<sup>150</sup>ことから、MSCB の新株予約権のディスカウント率が 10%の範囲内であれば、有利発行にはあたらない、というのが設計者側の主張である<sup>151</sup>。

この一定期間の終値の平均（加重平均）に 10%程度のディスカウントを付し転換価格を修正することで、有利発行とならない範囲で、株式転換を促進しつつ、不正な空売りを防止する効果が期待できる。つまり、株価を適正に調整することで、引受会社等がデルタヘッジ（市場感応度を利用してオプションの価格変動リスクを回避する方法）によるボラティリティ取引で株価変動させることを抑制できる。

また、実質的にも、転換権が行使され、毎月時価の 90%程度相当額で対象株式がディスカウント発行される場合と、上場会社が証券会社に対して公募引受等を依頼して行う場合とを比較すると、発行会社・既存株主の負担という観点から、10%のディスカウントが特

<sup>145</sup> 松本啓二『クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス―その実務と資本市場の黒子達』（金融財政事情研究会、2006 年）17 頁。

<sup>146</sup> 同上、464-466 頁。

<sup>147</sup> 奥・前掲注（69）45 頁。

<sup>148</sup> 同上、47 頁。

<sup>149</sup> 日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（平成 22 年 4 月 1 日）。

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/c0301.pdf>（2014 年 12 月 22 日）

<sup>150</sup> 東京地決平成 16 年 6 月 1 日判時 1873 号 159 頁。

<sup>151</sup> 野田・前掲注（79）143 頁。

に大きいとはいえないこと、及び証券会社にとって、転売までの期間の価格変動リスクや資金コストを考慮した場合においても、10%のディスカウントは特に大きいとは断じ切れない、ということが正当化の理由として挙げられる<sup>152</sup>。

もっとも、普通株式の第三者割当増資のルールを援用することについては、1 時点の株価の 0.9 と値下がりリスクがないものの 0.9 とは意味が違う、と指摘される<sup>153</sup>。具体的には、新株の発行価額について 10%のディスカウントが認められるのは、第三者割当増資の場合には発行決議日から新株の効力発生日までの間、引受人が株価下落リスクにさらされることや、それに伴う発行予定新株の消化可能性といった事情が考慮されているためであるのに対して、MSCB の保有者である証券会社は、転換請求から株券受理までのわずかの期間しか株価下落リスクにさらされることがない上、転換権行使の時期を自由に選択できるためリスク・コントロールを柔軟に行うことができる点において、実は両者においては大きく事情が異なる<sup>154</sup>。

### ③ 修正された中間説からの帰結

もっとも、近時、有利発行の議論において、MSCB の発行会社にとっての資金調達の便宜等まで総合的に考慮の要素に入れて、有利発行該当性を判断すべきとの見解（以下「修正された中間説」という）が有力に主張されている。

この修正された中間説からは、新株予約権部分が無償かつ 10%のディスカウント率が定められている場合においても、個別具体的事情の下では、資金調達の便宜の観点から、MSCB が有利発行に該当しない場合があることとなる。

## 2 金融商品取引法

転売段階における投資者保護という観点から、上場会社の第三者割当増資は私募に該当せず、常に有価証券届出書の提出が必要である。

MSCB の第三者割当においても、発行段階では有価証券届出書による開示が行われるが、転換後の売却は、流通市場における既発行証券の売買であるため、特別の開示は行われていない。

上場会社の第三者割当増資を少数私募としない趣旨が、転売段階での投資者保護という点にあることからすれば、MSCB においては、発行時期と転売時期がずれるため、転売時点における発行者や当該証券に関する情報開示も必要となると考えられる<sup>155</sup>。もっとも、実務では、「売出し」に該当しないような方法で転売が行われ、仮に短期間に多数の者（50 名以上の者）に売却する場合であっても、2009 年金商法改正前は、「売出し」の定義には、均一の条件で売却することが含まれており、市場を通じた売却は「均一の条件」にあたらないと解されていたことから、転換後の市場売却は「売出し」に該当しないとされていた<sup>156</sup>。

---

<sup>152</sup> 野田・前掲注（79）、143 頁。

<sup>153</sup> 江頭・前掲注（6）726 頁注 2。

<sup>154</sup> 久保田・前掲注（141）79 頁。

<sup>155</sup> 黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論 江頭憲治郎先生還暦記念（下）』（商事法務、2007 年）597 頁（620 頁）。

<sup>156</sup> 同上。

2009 年金商法改正により、「売出し」の定義から「均一の条件」の要件が削除されたが、投資情報の的確な提供を確保しつつ、過度の開示規制により有価証券取引制度の円滑な運用が損なわれることがないようにするとの観点から、あわせて「売出し」概念からの除外が拡大され、取引所金融商品市場・店頭売買有価証券市場における有価証券の売買が除外された（平成 21 年金融商品取引法施行令の一部を改正する政令 1 条ノ 7 ノ 3）ため、転換後の市場売却が「売出し」に該当しないことが明文化された。

また、MSCB 発行後の売り崩し行為に対しては、金商法の市場取引規制として、①相場操縦規定（金商法 159 条 2 項 1 号）、②作為的相場形成取引の禁止規制（金商法 38 条 7 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条 1 項 19 号、20 号）、③空売り規制（金商法 162 条 1 項 1 号、同施行令 26 条の 3・26 条ノ 4）、④不公正取引規制（金商法 157 条）による対応が考えられる<sup>157</sup>。

しかし、①については、（ア）「有価証券売買等のうちいずれかの取引を誘引する目的をもって」、（イ）「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所金融商品市場における上場金融商品等若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動すべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をする事」が禁止される。そして、MSCB 保有者の売り崩し行為は、（イ）の変動取引要件をみたすにしても、終値等を引き下げることが目的とすることから、必ずしも他の投資家を取引に引きこむとは限らず、（ア）の要件をみたさないように売り崩されると、規制が簡単に及ばなくなる。

②については、（ア）「取引所金融商品市場における上場金融商品等もしくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場もしくは取引高に基づいて算出した数値を変動させ、もしくはくぎ付け・固定・安定させ、または取引高を増加させる目的をもって、当該上場金融商品等・当該店頭売買有価証券にかかる買付け・売付けもしくはデリバティブ取引またはこれらの申込み・委託等をする行為」、および（イ）「当該数値を変動させ、もしくは当該くぎ付け・固定・安定させ、または取引高を増加させることにより実勢を反映しない作為的なものとなることを知りながら、当該上場金融商品等・当該店頭売買有価証券にかかる買付け・売付けまたはデリバティブ取引の受託等をする行為」が禁止されており、159 条 2 項 1 号と異なり、誘引目的が不要かつ（イ）で一般投資家による注文を受託することを禁じている。もっとも、投資家が複数の証券会社に分散して注文を出せば、個々の証券会社が作為的相場形成取引に当たるか否かを判断することは困難となり、一般投資家による規制の潜脱が容易となる<sup>158</sup>。

③については、「直近公表価格（マーケットメイクによる場合には直近公表最良買い気配価格）」以下の価格による空売りを禁止する価格規制が定められており（金商法施行令 26 ノ 4、取引規制府令 12 条、13 条）、直近公表価格を上回る価格でなければならないので、アップティック・ルールと呼ばれる。しかし、禁止される空売りは、取引所金融商品市場において自己の計算による空売りもしくは受託をした空売りを行おうとする金融商品取引所の会員等によるものとどまり（金商法施行令 26 条ノ 4 第 1 項）、MSCB の引受けに伴

<sup>157</sup> 梅本・前掲注（100）900-902 頁。

<sup>158</sup> 同上、900-901 頁。

って投資家が行う空売りに対しては、アップティック・ルールは適用されないため<sup>159</sup>、規制が及ばない。

④については、金商法 157 条が、アメリカの連邦証券諸法における一般的な詐欺禁止規定である 1933 年証券法 17 条 a 項ならびに 1934 年証券取引法 10 条 (b) 項及び SEC 規則 10b-5 を参考にして設けられたにもかかわらず、日本では、アメリカと対照的に、一般的・包括的な不正行為禁止規定たる本条が、ほとんど適用されていないという問題がある<sup>160</sup>。その理由としては、犯罪構成要件（金商法 197 条 1 項 5 号）としては抽象的であり、罪刑法定主義の下、法令適用の形式的明確性が重視される傾向にある日本の法文化においては、その適用に慎重にならざるを得ない点が挙げられる<sup>161</sup>。また、アメリカの SEC 規則 10b-5 の射程範囲が判例の積み重ねを通じて拡大されてきたのは、1933 年以前から発展していた民事上の「詐欺 (fraud)」の概念が基礎とされたものである一方、日本ではそのような基礎が存在しなかったことから、金商法 157 条の適用には、その類型化が必要であるとの点も挙げられている<sup>162</sup>。

### 3 証券業界の自主規制

日本証券業協会は、2007 年 5 月 29 日付の自主規制会議において、「会員における MSCB 等の取扱いについて」理事会決議（以下「本規則」という。）を制定し、同年 7 月 1 日から施行することとした。理事会決議は、日本証券業協会の規則を構成し、ガイドラインと並ぶ細則的位置づけとなるソフト・ローである<sup>163</sup>。

本規則は、証券取引所による自主規制と同様、法令に基づいたソフト・ローとして存在している。すなわち、政府機関が適切な規制を行うには、コストその他の点で限度がある場合、自主規制機関による規制が行われ、証券市場は当該規制手法が活用される典型的場合に属する<sup>164</sup>。そして、本規則についても、金融庁から MSCB 等の買受け時の留意事項の明確化等に向けた諸施策について検討を要請されたことを受けている。具体的には、金融庁設置の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」の論点整理（2006 年 6 月 30 日）において、その発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮としてあげられた項目の中に、「特に、第三者割当増資やいわゆる私募 C B（MSCB を含む）等については、企業再生等に係る資金調達手段として有効な場合もあり、現に、このような調達により再生等が成功した事例もある。他方、発行条件及び利用方法次第で希薄化による既存株主に対する不利益が生じるリスクもあることから、証券会社がこうした案件を取扱う場合（自社（関連会社）が買受ける場合、他のファンド等が買受ける場合を含む）に留意すべき事項を整理・明確化することにより規範形成を行うことが望まれる。懇談会としては、証券会社は、

---

<sup>159</sup> 同上、901 頁。

<sup>160</sup> 松尾直彦『金融商品取引法 第 2 版』（商事法務、2013 年）504 頁。

<sup>161</sup> 同上。

<sup>162</sup> 同上。

<sup>163</sup> 岩倉友明「証券会社をめぐるソフトロー—自主規制ルールを中心に」ソフトロー研究 5 号（2006 年）119 頁—122 頁。

<sup>164</sup> 神田秀樹責任編集 資本市場研究会編『投資サービス法への構想』（財経詳報社、2005 年）97 頁、99 頁。

既存株主への影響等を踏まえた適切な商品設計に加えて、発行体（の経営者）に対して商品の理解度に応じた十分な商品説明を行うとともに、発行体による適切な開示を指導する必要があることを指摘しておきたい<sup>165</sup>と述べられ、「懇談会として、上記を踏まえて、証券業協会に対して、第三者割当増資、いわゆる私募ＣＢ等の引受け・買受け時の留意事項の明確化を検討することを要請することとする。懇談会においては、証券会社の市場仲介者としての役割の公共性を踏まえると、検討に当たっては、後述の市場プレイヤーとしての自己規律よりも明確な形での規範形成が求められるとの意見が出された」<sup>166</sup>とされていた。この要請を受けて、日本証券業協会エクイティ市場委員会の下部に設置された市場関係者を中心とするワーキング・グループにおいて、証券会社におけるMSCB等の取扱いのあり方について具体的検討が行われ、2009年2月に、ワーキング・グループでの検討結果を報告書「会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について」として取りまとめられた<sup>167</sup>。そして、当該報告書での提言を実現するため制定されたのが、本規則である<sup>168</sup>。

本規則の目的は、証券会社が行うMSCB等の買受け時の確認、観察期間における空売り時の確認、観察期間における空売り及び市場売却ならびに新株予約権または取得請求権（以下「新株予約権等」という）の行使制限等に関し必要な事項を定めることにより、MSCB等の買受け、MSCB等に係る流通市場における取引及び新株予約権等の行使を公正かつ適正ならしめ、もって資本市場の健全な発展に資することである（本規則1条）。

本規則2条は、定義規定であるが、本規則において「買受け」とは、MSCB等の発行に際して、当該MSCB等を第三者に取得させることを目的とせず、その全部または一部を取得すること、としている（本規則2条2号）。当該「取得」にはセカンダリーの売買を含まないので、たとえ転売（第三者への売付け）目的をもってMSCB等を取得した場合であっても、本規則が適用されることとなる<sup>169</sup>。

本規則3条から5条は、証券会社が買い受けたMSCB等に係る対象株券等を市場で売却、あるいは投資家に販売する可能性、また、既存株主への影響等もふまえ、証券会社が買受け時に確認すべき項目を策定するとともに、発行会社に対する適切な開示の要請等について規則化したものである<sup>170</sup>。

具体的には、以下のとおりである。

---

<sup>165</sup> 金融庁 証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会「論点整理」（2006年6月30日）12頁。

[http://www.jsda.or.jp/katsudou/j-iriss/files/060630\\_seiri.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/j-iriss/files/060630_seiri.pdf)（2014年10月25日）

<sup>166</sup> 同上、12-13頁。

<sup>167</sup> 横田裕「MSCB等の取扱いに関する理事会決議の概要」商事法務1805号（2007年7月15日）4頁。

<sup>168</sup> 同上。

<sup>169</sup> 同上、5頁。

<sup>170</sup> 同上、4頁。

①証券会社は、発行会社に対して **MSCB** 等の発行を提案する場合には、発行会社が **MSCB** 等の商品性等を十分に理解し、既存株主に与える影響等を考慮した上で **MSCB** の発行を選択するよう、十分な商品説明を行う（本規則 3 条）。

②証券会社は、**MSCB** 等（その発行に当たって株主総会の特別決議を行っていないものに限る）の買受けを行うに当たっては、少なくとも、財政状態及び経営成績、調達する資金の使途、株価等の動向、市場及び既存株主への影響、企業内容等の適切な開示事項等について確認し、総合的な判断及び責任のもとに当該買受けを行わなければならない（本規則 4 条）。当該確認の手法については、証券会社による自己投資という側面を持つ中で、証券会社として意図せざる法人関係情報の取得等を回避するため、原則、発行会社の公開情報に基づいて検討を行い、必要に応じてマネジメントインタビュー等により確認を行うことが想定される<sup>171</sup>。

③証券会社は、**MSCB** 等の買受けを行うに当たっては、発行会社に対し、調達する資金の使途、**MSCB** 等を発行する理由、割当先の選定理由、発行条件の合理性、発行会社の役員、主要株主等関係者における株券貸借取引の予定、発行後の新株予約権等の行使状況等の事項について適切な開示を行うよう要請することとしている（本規則 5 条）。

①から③の規則により、**MSCB** 等の発行条件を含めた発行の合理性、すなわち、調達資金を用いて企業価値を向上させるためのビジネスプランが存在し、さらには、発行会社自身が当該ビジネスプランに基づく企業価値の向上について対外的に十分な説明を行うことが要請される<sup>172</sup>。この要請は、既存株主の利益への影響について、伝統的な有利発行規制が考慮する発行条件等よりも幅広い要素を考慮しようとする新しい中間説と、親和的である。

本規則 6 条から 8 条は、市場プレイヤーとしての証券会社の積極的な自己規律維持の観点から、観察期間（行使価額の設定または修正を行うための株価参照期間（発行会社が **MSCB** 等の発行に係る重要事実の公表を行った以降に限る））中における **MSCB** 等に係る株式の空売り及び市場売却に関し、一定の制限を設けるものである。

具体的には、以下のとおりである。

①**MSCB** 等を保有する証券会社は、**MSCB** 等の観察期間中に自己が保有している **MSCB** 等に係るヘッジのための空売りを行おうとする場合には、証券取引所の直近公表価格以下の価格において当該空売りを行ってはならない。ただし、証券取引所の公表価格が上昇局面にある場合に当該直近公表価格において行う当該空売りについては、この限りでない（本規則 6 条）。これは、有価証券の空売りに関する内閣府令 3 条 5 号において、**CB** のヘッジ売りについて、権利行使により取得することとなる株券の数量の範囲内において、価格制限（いわゆるアップティック・ルール）の対象外とされていることをふまえた措置である<sup>173</sup>。

②**MSCB** 等を保有する証券会社は、**MSCB** 等の行使価額が終値を参照するものである場合には、原則、当該 **MSCB** 等の観察期間中の各営業日の終了前 15 分間において、自己

---

<sup>171</sup> 同上、5-6 頁。

<sup>172</sup> 同上、6 頁。

<sup>173</sup> 同上、10 頁注 8。

の計算による対象株券等の市場売却に係る発注（売買立会の終了前 15 分間の前に発注した売り注文の変更および引条件付注文を含む）を行ってはならない（本規則 7 条 1 項）。

③MSCB 等を保有する証券会社は、MSCB 等の行使価額が終日の売買高加重平均価格（VWAP）を参照するものである場合には、原則、当該 MSCB 等の観察期間中に、各営業日の前 10 営業日の対象株券等の平均売買数量の 25% の数量（当該数量が一売買単位に満たない場合は一売買単位）を超える数量の自己の計算による対象株券等の市場売却を行ってはならない（本規則 7 条 3 項）。これは、上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令 2 条 4 号において、作為的相場形成などの疑念を持たれないための自社株買いに係る発注数量として、直前 4 週間の 1 日当たり平均売買高の 25% を超えない旨の制限が置かれていることを参考として定められた<sup>174</sup>。

④ ①から③の規則を適用しない場合として、MSCB 等の発行条件に、新株予約権等の行使価額が、発行決議日の対象株券等の終値を下回る修正が行われ得る旨の条項が付されていない場合等を定める（本規則 8 条）。同様に、MSCB 等に係るすべての新株予約権等が行使されている場合においても、①から③の規定は適用されないとされる<sup>175</sup>。

本規則 9 条は、買受人による新株予約権等の行使に一定の制限を加えることにより、発行会社のファイナンスの自由度をある程度確保するとともに、株価への影響を極力抑えながら平準化された発行金額による自己資本の円滑な拡充が促進されるという MSCB 等本来の利点を残しつつ、市場への公正性確保および既存株主への影響に対しても一定の効果を期待するものである<sup>176</sup>。

具体的には、以下のとおりである。

①証券会社は、MSCB 等の買受けを行うに当たっては、その買取契約において、新株予約権等の暦月の累積行使数量が、当該 MSCB 等の発行の払込日時点における上場株式数の 10% を超えることとなる場合の新株予約権等の行使（以下「制限超過行使」という）を行うことができない旨の必要な内容として、新株予約権等の行使に当たっては、あらかじめ、発行会社に対し、当該新株予約権等の行使が制限超過行使に該当しないかについて確認を行うこと等を定め、これを遵守しなければならない（本規則 9 条 1 項・5 項）。なお、MSCB 等の行使請求受付場所である信託銀行等から発行会社に対し、新株予約権等の実際の行使状況が伝達されるまでには数営業日のタイムラグがあるため、実務においては、新株予約権等の行使を行おうとする証券会社が、発行会社に対して制限超過行使に該当するか否かの確認を行う場面では、基本的にはその時点までに発行会社が把握する暦月の行使数量の累積等にもとづいて判断がなされる<sup>177</sup>。

② ①の規定は、業務提携または資本提携のために MSCB 等を発行する場合であって、発行会社と当該証券会社との間で対象株券について取得後 6 ヶ月以上の保有（株券貸借取引及び有価証券店頭デリバティブ取引が行われずに、実質的に保有している場合に限る）が約され、その旨が公表される場合には適用しない（本規則 9 条 2 項）。

---

<sup>174</sup> 同上、10 頁注 9。

<sup>175</sup> 同上、6 頁。

<sup>176</sup> 同上、7 頁。

<sup>177</sup> 同上。

③ ①の「行使数量」とは、MSCB等を複数者で保有している場合には、当該複数者の新株予約権等の行使数量を合算することとし、かつ、当該MSCB等以外に別回号MSCB（別のMSCB等で新株予約権等を行行使することができる期間が重複するもの）がある場合には、それぞれの新株予約権等の行使数量を合算する。MSCB等を複数者で保有する場合には、MSCB等の発行時にあらかじめ発行会社および買受人間で協議を行い、各買受人が買い受けたMSCB等の数量に応じて暦月に行使可能な数量を按分するなど、事前の適切な取決めがなされることが考えられる<sup>178</sup>。

④ ①の「上場株式数」とは、発行会社がMSCB等を発行する際に、すでに別回号MSCB等がある場合には、当該別回号MSCB等に適用された上場株式数とし、かつ、当該発行の払込日後において株式の分割、併合または無償割当てが行われた場合には、当該上場株式数に公正かつ合理的な調整を行う（本規則9条4項）。これは、MSCB等（別回号MSCBを含む）に係る新株予約権等の行使に伴う株式数の増加や、MSCB等の発行後に行われたファイナンス、あるいはプレーンなCBの転換等に伴う株式数の増加に合わせて、本規則9条1項の行使制限を緩めることはしないものであり、株式の分割、併合、無償割当てといった、原則として全ての株主が平等に取り扱われ、必要最低限と考えられるケースのみを定めたものである<sup>179</sup>。

⑤ ①の「買取契約」には、「対象株券等が上場廃止となる合併等が行われることが公表された時から、当該合併等がなされないことが公表された時までの間」や、「新株予約権等の行使価額が発行決議日の取引所有価証券市場の売買立会における対象株券等の終値以上の場合」など、一定の期間または場合においては制限超過行使を行うことができる旨を定めることができる（本規則9条6項）。

⑥証券会社は、制限超過行使に該当することを知りながら、新株予約権等の行使を行ってはならない（本規則9条7項）。この条項は、証券会社がプライマリーで買い受けたMSCB等だけでなく、セカンダリー（相対取引）で買い付けたMSCB等についても適用される<sup>180</sup>。

本規則10条および11条は、証券会社以外の者がMSCB等を買う場合の取扱いについて規則化している。本規則は、直接的には証券会社に適用されるが、証券会社の関連会社やファンドといった証券会社以外がMSCB等を買う際に、まったく当該ルール趣旨が尊重されなかった場合、市場仲介者としての厳格な自己規律の下に行動する証券会社ではなく、これらの者による買受けに安易に流れてしまうことにもなり、その結果、規制本来の目的が達成できないだけでなく、かえって既存株主への影響を含む投資者保護上の問題をも惹起する懸念があるため、これらを払拭しようとするものである<sup>181</sup>。

具体的には、①証券会社は、当該証券会社の関係会社によるMSCB等の買受けを斡旋する場合には、当該関係会社に対し、本規則3条から9条に定めるところによるよう要請するものとする。なお、第4条に掲げる事項については、必要に応じて当該会員が代行して適切な確認を行うものとする（本規則10条1項）。

---

<sup>178</sup> 同上。

<sup>179</sup> 同上。

<sup>180</sup> 同上、8頁。

<sup>181</sup> 同上。



②証券会社は、証券会社以外の者（当該証券会社の関係会社を除く。）による MSCB 等の買受けを斡旋する場合には、当該 MSCB 等の発行会社に対し、本規則 3 条から 5 条及び 9 条に掲げる事項について、規則の趣旨を尊重するよう要請するものとする（本規則 10 条 2 項）。

③証券会社は、当該証券会社の関係会社が MSCB 等を保有していることを知りながら、当該関係会社による本規則 6 条に反する空売りを受託してはならない（本規則 11 条）。「保有していることを知りながら」とは、基本的には関係会社がプライマリーで買い受けた MSCB 等が想定される<sup>182</sup>。また、「本規則 6 条に反する空売り」については、本規則 6 条が、証券会社が自己の計算において行う MSCB 等に係る空売りを対象としているため、本条文についても、関係会社による自己の計算による MSCB 等に係る空売りが対象となると解される<sup>183</sup>。

本規則 12 条は、MSCB 等を取り扱う証券会社に対して、適切な社内体制を整備するため以下の対応をしなければならないと規定している。①MSCB 等の買受けを行う証券会社は、MSCB 等の買受けを推進する業務からの影響を受けずに本規則 4 条に掲げる事項の確認を行うために、必要な社内体制を整備しなければならない。②MSCB 等を保有している証券会社は、本規則 6 条及び 7 条の規定の遵守状況についてのモニタリングを実施するものとする。③MSCB 等の保有を行う又は買受けの斡旋を行う証券会社は、この理事会決議に規定する内容の具体的な取扱いについて社内規則をあらかじめ制定し、これを役職員に遵守させる体制を整備しなければならない。

上記の規制内容は、基本的には、法が規制目的とする MSCB 等の発行条件および利用方法次第で生じ得る希薄化に基づく既存株主の損害防止や、市場でなされるおそれのある不公正取引の防止・市場の公正性確保を、実態に即して明確化、具現化し、規制の実効性を確保するものであり、ハード・ローによる法規制を補完するタイプのソフト・ローといえる<sup>184</sup>。

以上の自主規制ルールのエンフォースメントについては、金融商品取引法 67 条ノ 8 第 1 項 10 号、68 条ノ 2 を根拠として、証券業協会の定款に基づき、違反した証券会社に対して、譴責、過怠金の賦課、会員権の停止もしくは制限または除名の処分を行うことができ（定款 28 条）、勧告を行うこともできる（定款 29 条）<sup>185</sup>。

なお、日本証券業協会は、本規則の内容のうち、投資者保護上、特に重要と考えられる以下の項目については、発行会社自身によって本規則の趣旨が尊重されるよう、証券取引所に対し、証券取引所から上場会社へ要請または必要な範囲で義務化されるよう、以下の検討要請を行っている<sup>186</sup>。

①上場会社が MSCB 等を発行する場合には、当該会社自身においても、本規則 4 条に掲げる事項について、既存株主への影響等に配慮し十分に確認・検討を行うこと。

---

<sup>182</sup> 同上。

<sup>183</sup> 同上。

<sup>184</sup> 野田・前掲注（79）150 頁。

<sup>185</sup> 日本証券業協会 定款。

[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/20120701\\_teikan.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/20120701_teikan.pdf)（2015 年 2 月 28 日）

<sup>186</sup> 横田・前掲注（167）8 頁。

②上場会社が MSCB 等を発行する場合における調達した資金の使途、MSCB 等を発行する理由、割当先の選定理由、発行条件の合理性および発行会社の役員等会社関係者における株券貸借の予定ならびに MSCB 等の新株予約権の行使状況等に係る開示を充実させること。

③上場会社が MSCB 等を発行する場合には、当該 MSCB 等の発行時の買取契約を通じて、株価が発行決議日の終値以上の場合等一定の場合を除き、月間に払込日時点の上場株式数の 10%を超える制限超過行使を行えない旨の制限を付すこと

## 第 7 章 仮説の再検証

### 1 あらためての筆者論旨の確認

これまで述べてきたように、MSCB は、その利用の際は、その商品特性上、株式の有利発行の有無、株式の希釈化懸念、破綻リスク、流通性投資にあたってはコンプライアンス上の問題をヘッジしておく基礎条件を有する。違法ではなくとも、今までのケースを鑑みれば、コンプライアンス的にクリアできているとは必ずしも言えず、一流と称される企業がこの調達手段を選択することは難しい。ここでは、発行体、引受会社、社債市場という 3 つの観点のうち、発行体及び引受会社について扱う。具体的には、発行体の合理的な経営計画と MSCB との発行との間にはたしてどのような関係があるか、実証研究による一般論を扱った後、個々のケースにおいて MSCB がどのように発行されてきたか、検討する。

### 2 発行体に望まれる合理的経営計画の策定

#### (1) 実証研究

#### ① 増資による株価への負の影響を緩和する手段としての転換社債・MSCB

一般に、時価発行増資実施の決議が、株価に対して負の影響を及ぼす、ということはアメリカの実証研究では定着した見方である<sup>187</sup>。株価に対して負の影響が及ぶことへの代表的解釈は、株価割高説である。すなわち、資金調達時には、投資家は増資実施企業それぞれの収益性を正確に評価できないために逆淘汰の問題が生じることから、株価への市場評価が割高である企業ほど時価発行増資を実施する動機が強くある。そのため、時価発行増資を実施することは、市場に株価が割高であると受け止められ、投資家は事前の公表価格からディスカウントされた価格でしか新株を購入しようとはしない、という考えである<sup>188</sup>。

---

<sup>187</sup> 広瀬純夫・大木良子「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情—増資決議時の株式市場の反応と MSCB 発行動機に関する実証分析—」商事法務 1874 号（2009 年 8 月 25 日）23 頁。

<sup>188</sup> 同上。

日本の実証研究においても、バブル崩壊後は、時価発行増資実施の決議が株価に負の影響が観察されるようになった<sup>189</sup>。

時価発行増資の決議が株価に負の影響を及ぼす問題に対して、資金調達時の発行企業側と投資家との間での情報の非対称性を緩和する手段として、転換社債を通じたエクイティ・ファイナンスの実施が主張される。すなわち、倒産時の倒産費用が十分に高い場合、転換社債の株式転換行使が進まなければ、さらに負債負担が増加してより高い倒産リスクにさらされることとなる。そして、経営者が現在の株価を割高だと判断していれば、株価の上昇を前提とする転換社債を発行しようとはしないため、転換社債の発行は、転換がなされるほど十分に株価が上昇するという、経営陣の将来に対する自信を示すシグナルと考えることができ、株価割高のおそれから生じる増資決議時の株価への負の影響を回避できる可能性があるからである<sup>190</sup>。

通常の転換社債と MSCB とで、株価への影響が異なるかという点について、わが国の実証研究において、通常の転換社債と MSCB とともに、発行決議時の株価への影響は、統計的に有意に負となっている。具体的には、通常の転換社債の場合、取締役会決議日その翌日の 2 日間の株価変化で評価した場合、累積超過収益率はマイナス 1.809% となり、統計的には 1% 水準で、負で有意である<sup>191</sup>。一方、MSCB の場合、同じく取締役会決議日およびその翌日の 2 日間の株価変化で評価した場合、累積超過収益率はマイナス 2.526% で、やはり統計的に 1% 水準で、負で有意である<sup>192</sup>。さらに、同じサンプル期間の時価発行増資の場合、同じく取締役会決議日およびその翌日の 2 日間の株価変化で評価した場合、累積超過集積率はマイナス 4.425% で、やはり統計的に 1% 水準で、負で有意である<sup>193</sup>。

また、株価への負の影響の度合いについて差異があるか、という点につき、通常の転換社債と MSCB との間で、累積超過収益率の間に有意な差は確認できず、株価への負のインパクトは、通常の転換社債と MSCB との間で統計的な有意な差を確認できない<sup>194</sup>。一方、時価発行増資と比較した場合、通常の転換社債、MSCB とともに超過収益率は時価発行増資よりも有意に小さい、すなわち、株価への負の影響が小さいとの結果が得られた<sup>195</sup>。

## ② MSCB 発行の動機

以上のケースから見てとれるように、MSCB は、通常の転換社債よりも既存株主にとって不利な条件を有しがちであるにもかかわらず、通常の転換社債と MSCB とでは、株価

---

<sup>189</sup> 同上、Cheng, Wei, Visaltanachoti, Nuttawat, Kesayana and Puspakaran(2005) "A Stock Market Reaction Flowing Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan," International Journal of Business, Vol. 10, No.4、鈴木一功・小山剛・奈良崎虎史「時価発行増資と第三者割当増資：その株価効果に関する考察」日本ファイナンス学会第 15 回大会報告論文（2007 年）。

<sup>190</sup> 広瀬・大木・前掲注（187）25 頁。

<sup>191</sup> 同上。

<sup>192</sup> 同上。

<sup>193</sup> 同上。

<sup>194</sup> 同上。

<sup>195</sup> 同上。

への負の影響の緩和という点では決定的な差異がみられないため、そもそも、あえてMSCBを発行しようとする動機は何か、という点が問題となる。

考えうる可能性としては、(ア) 将来業績に関するシグナリングの可能性、(イ) 財務内容改善（負債比率低下）による倒産リスク軽減が挙げられる。

(ア) MSCBを発行することは、近い将来の業績見通しに関する経営者の私的情報を間接的に開示しシグナリングしているとも考えられる。例えば、経営者が既存株主の利益を尊重している上、将来の業績見通しについて自信があり、既存株主の利益を損なうような低い行使価格で転換されるおそれはないと確信しており、市場もそのことを認識しているとすれば、時価発行増資の場合ほど株価は低下せず、通常の転換社債並のインパクトにとどまっているとも考えられる<sup>196</sup>。もっとも、実証研究においては、発行決議があった期の業績パフォーマンスは、通常の転換社債、MSCB、時価発行増資いずれについても有意な業績変化が確認されず、発行決議について、近い将来の業績に関するシグナルとなっている可能性が確認されなかった<sup>197</sup>。この結果は、アメリカのMSCB発行の場合、業績パフォーマンスの悪化が確認され<sup>198</sup>、デス・スパイラル転換社債と呼ばれている状況と異なる。

そこで、(イ) について、発行から決算期において3期後までに調達資金相当の負債返済を行ったかどうかといった、調達資金の使途に関する分析および調達資金の支出動向に関する分析が行われた結果、MSCBによる調達を行った企業が、通常の転換社債もしくは時価発行増資による調達の企業と異なり、負債削減ニーズが強く、負債削減を目的とした資金調達を行っている可能性が高いと解釈できる<sup>199</sup>。そして、この使途の違いが、発行決議への株式市場への反応にも影響していると思われる。すなわち、MSCBを発行することで、負債削減が可能になると考えた既存株主が、この調達により過剰債務状態を改善することができたと好意的に受け止め、MSCBの転換による株式希釈という株価への負の影響を一部相殺するような正の影響をもたらしたと考えることができる<sup>200</sup>。

このようなことから、調達した資金で借入を返済し負債比率の改善をしたいというニーズのある企業が、他の調達手段でなく、MSCBを選択する理由は、以下のように整理することができよう。すなわち、高い負債比率に悩んでおり、早期に負債比率を改善したいという企業群を市場が認識しており、さらにこれらの企業が適当なエクイティ・ファイナンスを実行できれば株価にとって正の影響となることは、経営者だけでなく市場も認識して

---

<sup>196</sup> 同上、26頁。

<sup>197</sup> 同上。

<sup>198</sup> Hillion, Pierre and Theo Vermaelen (2004) "Death spiral Convertibles," *Journal of Financial Economics*, Vol.71, pp. 381-415

Brophy, David J., Paige Parker Ouimet and Clemens Sialm (2006) "Hedge Funds as Investors of Last Resort?," *Review of Financial Studies*, Forthcoming Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=782791](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=782791) (2016年3月15日)

Chaplinsky, Susan J. and David Haushalter (2006) "Financing Under Extreme Uncertainty: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity," Available at SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=907676](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=907676) (2016年3月15日)

<sup>199</sup> 広瀬・大木・前掲注(187) 28頁。

<sup>200</sup> 同上。

いるため、その企業群の中でも、自社が将来著しい株価低下のおそれはない企業であることを、MSCBを通じた調達とすることでシグナルしていると捉えられる<sup>201</sup>。そして、その結果、MSCBを選択した企業の発行決議への株式市場の反応は、通常の転換社債よりも既存株主にとって不利な条件を有しているにもかかわらず、通常の転換社債と同程度にとどまることができた、という解釈が可能である。

具体的には、まず、負債比率改善ニーズの高い企業は、通常の転換社債よりもMSCBによって調達する方が、転換価格を下方に修正できるというその仕組み上、投資金額を回収できる可能性が高いため、MSCBの購入者たる投資家に受け入れられやすい<sup>202</sup>。また、負債比率の高い企業は、その改善が急務となっている可能性が高く、発行時よりも高い株価が実現するより前に、より早い段階で株式へ転換するため、通常の転換社債ではなく、下方修正条項を盛り込んだMSCBによって調達していると思われる<sup>203</sup>。一方、時価発行増資ではなくMSCBを選択する理由としては、将来的に著しく株価が下がることはない、ということ、経営者がMSCBを選択することで市場に対してはっきりと表明しているためであろう<sup>204</sup>。

さらに、もし株価が転換条件を超えて著しく低下し、転換権が行使されなければ、MSCBが社債としてバランスシートに残ることとなる。この場合、過剰債務解消という発行企業の目的は達成されず、デフォルト・リスクは一層高まるため、将来の見通しに悲観的で、転換が行使されない程度に株価が下がるおそれがあると危惧する企業は、MSCBを発行せず、増資による直接の新株発行で自己資本充実を図るはずである<sup>205</sup>。時価発行増資を行うのは過大評価されている企業である、というペッキング・オーダー理論が成立していると仮定すれば、MSCBを発行することで、経営者は、自社の将来の株価への自信、少なくとも、株式への転換が無意味になる水準にまで株価が低下するおそれのある企業よりは良い業績見通しを持っていることを株式市場に示すことができ、過大評価企業と区別させる結果、発行時の株価への負の影響を緩和することができる<sup>206</sup>。このような解釈は、株価のイベント・スタディによって、MSCB発行企業の方が、時価発行増資企業よりも有意に株価の低下度合いが小さかったことから支持される<sup>207</sup>。

## (2) 過剰債務解消のケース

### ① ジー・テイスト

株式会社ジー・テイスト（以下「ジー・テイスト」という）は、2010年3月期の決算において、負債比率（負債合計／総資産）が、51.34%と高くなっていた<sup>208</sup>。そして、2010

---

<sup>201</sup> 同上、30頁。

<sup>202</sup> 同上。

<sup>203</sup> 同上。

<sup>204</sup> 同上。

<sup>205</sup> 同上。

<sup>206</sup> 同上。

<sup>207</sup> 同上。

<sup>208</sup> ジー・テイスト「2010年3月期決算短信（非連結）」（2010年5月12日付）  
[http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694\\_20100512.pdf](http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694_20100512.pdf)（2014年10月15日）

年10月4日に、財務体質改善のため、2年の償還期間で2億円、3年の償還期間で7,000万円、4年の償還期間で1億円と、計3億7,000万円を調達するMSCB発行を発表した<sup>209</sup>。

転換価額は70円、上限は140円、下限は35円と設定され<sup>210</sup>、2010年10月4日に76円だった株価は急落し、発行期日である同年10月21日には53円、同年10月29日には44円の終値をつけたが、東日本大震災が起こった2011年3月11日には54円まで回復し<sup>211</sup>、2011年3月期における長短借入金の返済による支出は28億7,600万円となった<sup>212</sup>。東北地方を活動の中心とするジー・テイストは、東日本大震災後、株価が低迷するが、2013年10月時点では、70円前後で推移している<sup>213</sup>。

このように、ジー・テイストのケースは、MSCBを発行することで、負債削減が可能になると考えた既存株主が、この調達により過剰債務状態を改善することができたと好意的に受け止め、MSCBの転換による株式希釈化という株価への負の影響を一部相殺するような正の影響をもたらした、という実証研究の結果からの推論に沿うものである。

## ② 長谷工コーポレーション

株式会社長谷工コーポレーション（以下「長谷工コーポレーション」という）は、2009年3月期の決算において、負債比率が、85.34%と高くなっていた<sup>214</sup>。そして、2009年9月10日に、財務体質改善のため、3年の償還期間で150億円を調達するMSCB発行を発表した<sup>215</sup>。

転換価額は121円、下限は60.5円と設定され<sup>216</sup>、2009年9月10日に121円だった株価は下がり、発行期日である同年9月28日には85円、同年11月27日には58円の終値をつけたが、2010年4月14日には100円まで回復し<sup>217</sup>、2010年3月期における長期借

---

<sup>209</sup> ジー・テイスト「第三者割当により発行される第2回新株予約権、第3回及び第4回並びに第5回無担保転換社債型新株予約権付社債の募集に関するお知らせ」（2010年10月4日付）

[http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694\\_20101004.pdf](http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694_20101004.pdf)（2016年3月28日）

<sup>210</sup> 同上。

<sup>211</sup>

<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=2694.T&sy=2010&sm=10&sd=4&ey=2011&em=3&ed=11&tm=d>（2016年3月28日）

<sup>212</sup> ジー・テイスト「2011年3月期決算短信（非連結）」（2011年6月29日付）

[http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694\\_20110629\\_2.pdf](http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694_20110629_2.pdf)（2016年3月28日）

<sup>213</sup> <http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/history/?code=2694.T>（2016年3月28日）

<sup>214</sup> 長谷工コーポレーション「2009年3月期決算短信」（2009年5月14日付）

<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=708092>（2016年3月28日）

<sup>215</sup> 長谷工コーポレーション「第三者割当による第2回無担保転換社債型新株予約権付社債（転換価額修正条項付）の募集に関するお知らせ」（2009年9月10日付）

<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=740083>（2016年3月28日）

<sup>216</sup> 同上。

<sup>217</sup>

<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=1808.T&sy=2009&sm=9&sd=10&ey=2010&em=4&ed=14&tm=d>（2016年3月28日）



入金の増減による収支が 160 億円増加となった<sup>218</sup>。その後、2013 年 9 月 26 日に 5 株につき 1 株の割合で併合する株式併合がなされる<sup>219</sup>までは、株価は 120 円から 140 円の BOX 相場の中で推移していた<sup>220</sup>。

このように、長谷工コーポレーションのケースも、実証研究の結果からの推論に沿うものである。

### (3) 過剰債務解消ではないケース

#### ① いすゞ自動車

いすゞ自動車株式会社（以下「いすゞ自動車」という）は、2003 年 3 月期の決算において、負債比率が 1%を切っていたが<sup>221</sup>、2002 年 10 月に「新 3 カ年計画」という 2003 年 3 月期から 2005 年 3 月期までの 3 年間にわたる中期経営計画を立てた<sup>222</sup>。

そして、その計画の一環として、2003 年 12 月 22 日に第 1 回目の MSCB 発行の決議<sup>223</sup>、2004 年 8 月 5 日に第 2 回目の発行決議を発表した<sup>224</sup>。第 1 回目は 300 億円<sup>225</sup>、第 2 回目は、1000 億円<sup>226</sup>と、巨額の資金調達を行おうとするものであったが、2003 年 12 月 22 日時点で 205 円だった株価はそれ以上下がることなく<sup>227</sup>、2004 年 8 月 5 日に 275 円だった株価は、その後一時下がるものの、同年 9 月 7 日には 281 円まで回復し、その後 300 円前後を推移した<sup>228</sup>。

---

<sup>218</sup> 長谷工コーポレーション「2010 年 3 月期決算短信」（2010 年 5 月 13 日付）  
<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=798066>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>219</sup> 長谷工コーポレーション「単元株式数の変更および株式併合に関するお知らせ」（2013 年 5 月 9 日付）  
<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=1057360>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>220</sup>  
<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=1808.T&sy=2013&sm=1&ey=2013&em=10&tm=m>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>221</sup> いすゞ自動車「2003 年 3 月期決算短信（連結）」（2003 年 5 月 23 日）  
<http://www.isuzu.co.jp/investor/kessan/pdf/con1503.pdf>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>222</sup> いすゞ自動車「新 3 カ年計画」  
<http://www.isuzu.co.jp/investor/3years/>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>223</sup> いすゞ自動車「第 1 回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行に関するお知らせ」（2003 年 12 月 22 日付）  
<http://www.isuzu.co.jp/investor/information/031222.html>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>224</sup> いすゞ自動車「第 2 回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行に関するお知らせ」（2004 年 8 月 5 日付）  
<http://www.isuzu.co.jp/investor/information/040805.html>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>225</sup> いすゞ自動車・前掲注（223）。

<sup>226</sup> いすゞ自動車・前掲注（224）。

<sup>227</sup>  
<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=7202.T&sy=2003&sm=12&sd=22&ey=2004&em=8&ed=15&tm=d>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>228</sup>  
<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=7202.T&sy=2004&sm=8&sd=5&ey=2005&em=3&ed=31&tm=d&p=3>（2016 年 3 月 28 日）

このように、いすゞ自動車のケースは、過剰債務超過を動機としない MSCB 発行においても、合理的な経営計画の下に発行される場合には、株価の低下を招かないということを示唆している。

## ② ライブドア

株式会社ライブドア（以下「ライブドア」という。）は、2005 年 2 月 8 日、800 億円の MSCB 発行を発表した。ここでは、ニッポン放送株の過半数取得という資金調達目的の達成可能性に絞って検討する。すなわち、仮にニッポン放送株を過半数以上取得していた場合に買収のシナジーが生じていたか、といった買収後の経営計画の合理性の有無を総合的に判断することは控え、その前段階として、MSCB を発行することでそもそもニッポン放送株を過半数取得する可能性があったのか、という点に絞り、MSCB の発行の合理性を検討する。

ライブドアは、2005 年 2 月 8 日、時間外取引のトストネット 1 を使い、29.6%に相当する約 972 万株を取得し、それまでの持ち分と合わせ約 35%のニッポン放送株を保有することとなった<sup>229</sup>。ライブドアは、ニッポン放送株を約 18%保有していた村上ファンドを頼りにしており、村上ファンドの当時代表であった村上世彰氏も、当初はライブドアに売ると公言していたとされるが<sup>230</sup>、ニッポン放送株が高騰する中で村上ファンドが売り抜けたため、リーマン・ブラザーズとの契約によってその後の調達に制限があったとされることもあり<sup>231</sup>、ライブドアは支配権を掌握するための資金調達を行うことができなかった。その後、ニッポン放送が買収防衛策として 2005 年 2 月 23 日に発表した第三者割当による新株予約権の発行につき、不公正発行（会社法 247 条 2 号参照）にあたるという決定が、2005 年 3 月 23 日、東京高裁で出された<sup>232</sup>ため、ライブドアとフジテレビは、（ア）ニッポン放送をフジテレビの完全子会社にし、フジテレビがニッポン放送株を持つライブドアの子会社であるライブドア・パートナーズを買収するほか、ライブドア本体が保有する株を含めて全株を 1 株 6,300 円で買い取る、（イ）フジテレビがライブドアの第三者割当増資を引き受けて 440 億円の出資を行い、12.75%を保有する株主となる、（ウ）放送とネットの融合を目指して業務提携推進委員会を共同で設置する、という合意を行い<sup>233</sup>、事態は収束した。

ライブドアと村上ファンドとの上記密約は、当時、一般投資家にはわからないものであったが、村上ファンドが 2003 年 6 月以降ニッポン放送株を買い進め<sup>234</sup>、2005 年 1 月 5 日には約 18%を保有するようになったことが知られていた<sup>235</sup>上、2005 年 2 月 8 日のライブドアの株式取得発表後、ニッポン放送株は、フジテレビの TOB 価格 5,950 円をはるか

<sup>229</sup> 日本経済新聞 2005 年 2 月 8 日夕刊。

<sup>230</sup> 宮内亮治『虚構…堀江と私とライブドア』（講談社、2007 年）90 頁。

<sup>231</sup> 同上、91 頁。

<sup>232</sup> 東京高裁平成 17 年 3 月 23 日決定判時 1899 号 56 頁。

<sup>233</sup> 日本経済新聞 2005 年 4 月 19 日朝刊。

<sup>234</sup> 日本経済新聞 2003 年 7 月 17 日朝刊。

<sup>235</sup> 毎日新聞 2005 年 2 月 17 日朝刊。



に上回る価格で取引され、同月 10 日にはニッポン放送株が 8800 円に高騰した<sup>236</sup>ことから、ニッポン放送株の過半数取得が決して非現実的なものとは思われていなかったといえる。したがって、ライブドアの MSCB 発行は、ニッポン放送株の時間外取得といった方法が世間の耳目を集め、かつ批判的な議論を呼んだものの、必ずしも非合理的なものとはいえない。

### ③ メッセージ

株式会社メッセージ（以下「メッセージ」という。）は、2013 年 3 月 8 日、野村証券を割当先とする第三者割当方式で、MSCB を発行すると発表した<sup>237</sup>。社債総額は 40 億円で、行使価額は 279,900 円、上限は 419,850 円、下限は 139,950 円とされ、調達資金は、サービス付き高齢者向け住宅の建設資金や介護付き有料老人ホームの買収などに充てられる予定だったが<sup>238</sup>、2013 年 3 月 8 日 279,900 円だった株価は急落し、同月 13 日には 204,000 円まで下落した<sup>239</sup>。そこで、メッセージは、同年 3 月 25 日、企業価値の維持向上の観点から、発行の中止を発表した<sup>240</sup>。

中止発表に際し、調達資金に充てられる予定だった事業計画は継続し、MSCB 以外の資金調達方法を模索する、と発表したところ<sup>241</sup>、翌日 3 月 26 日には株価は 254,800 円に急上昇し、同年 4 月 25 日には 284,200 円まで復活した<sup>242</sup>ため、株価の低下は、資金調達目的の内容ではなく、MSCB を発行したこと自体に対する反応と考えられる。

事実、メッセージは、2013 年 3 月 26 日のフィスコ紙上に拠れば、「MSCB 利用の資金調達は、今後の中長期的な視点での発展、企業価値の維持向上の観点に鑑みると、必ずしも望ましくない」と、今後計画されるサービス付き高齢者向け住宅建設資金などに充当する予定のための調達を断念した理由としている。このように、メッセージのケースは、メッセージが中止発表で述べたように、MSCB が合理的な資金調達方法であったにもかかわらず、MSCB に対する誤解とそれに基づく風評の悪さが、株価の低下を招いた例といえる。

---

<sup>236</sup> 日本経済新聞 2005 年 2 月 11 日朝刊。

<sup>237</sup> メッセージ「第三者割当による第 1 回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行に関するお知らせ（転換価額修正条項付新株予約権付社債の発行）」（2013 年 3 月 8 日付）  
[http://www.amille.jp/sites/default/files/%E3%80%90friend%E3%80%91%E3%83%97%E3%83%AC%E3%82%B9%E3%83%AA%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%82%B9\\_130308\\_final.pdf](http://www.amille.jp/sites/default/files/%E3%80%90friend%E3%80%91%E3%83%97%E3%83%AC%E3%82%B9%E3%83%AA%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%82%B9_130308_final.pdf)（2016 年 3 月 28 日）

<sup>238</sup> 同上。

<sup>239</sup> <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=2400.T&sy=2013&sm=3&sd=8&ey=2013&em=3&ed=25&tm=d>（2016 年 3 月 28 日）

<sup>240</sup> メッセージ「第三者割当による第 1 回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行の中止および有価証券届出書の取り下げに関するお知らせ」（2013 年 3 月 25 日付）  
[http://www.amille.jp/sites/default/files/newsrelease\\_20130325.pdf](http://www.amille.jp/sites/default/files/newsrelease_20130325.pdf)（2016 年 3 月 28 日）

<sup>241</sup> 同上。

<sup>242</sup> <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=2400.T&sy=2013&sm=3&sd=25&ey=2013&em=4&ed=25&tm=d>（2016 年 3 月 28 日）

### 3 引受会社に望まれる節度ある行動様態

ここでは、ライブドアがニッポン放送株取得の資金調達のため MSCB を発行したケースを、引受会社の観点から見る。

2005 年 2 月 8 日、ライブドアは、リーマン・ブラザーズが 800 億円の MSCB を引き受けるという発表をした<sup>243</sup>。スキームの内容として、転換社債の譲渡制限条項の存否は開示されなかったものの、堀江氏は当該条項が存在すると記者会見で発言した<sup>244</sup>ため、デルタヘッジにより株価を変動させるインセンティブは低かったと考えられるし、ライブドアのコール・オプション条項も存在した<sup>245</sup>。しかし、リーマン・ブラザーズは、ライブドアの当時の代表取締役堀江貴文氏から、発行済み株式の 7.26%に相当する 4,672 万株を借り<sup>246</sup>、2005 年 2 月 10 日に、発行済み株式の 1.38%に相当する 890 万株を市場で売却した<sup>247</sup>。そして、2005 年 2 月 8 日に 455 円だった株価は<sup>248</sup>急落し、同年 2 月 24 日には 330 円まで下がり<sup>249</sup>、その後同年 6 月 3 日まで 300 円から 320 円前後で推移した<sup>250</sup>。

転換価額の修正条項において、平均単価算定日数が 3 取引営業日と短く、転換価額修正頻度も毎週と頻繁に行われ、下限価格も当初転換価額 450 円の 35%弱である 157 円という低価額に設定されていた<sup>251</sup>こともあり、リーマン・ブラザーズは多額の利益を得、その利益は、当時ライブドアの最高財務責任者であった宮内亮治氏によれば、200 億円にも及んだとされる<sup>252</sup>。

このように、ライブドアのケースにおいて引受会社であるリーマン・ブラザーズは、MSCB の転換価額の修正条項につき有利な条件で引き受けた上で、貸株と空売りを組み合わせることで、既存株主の利益を犠牲にして自身の利益を確定したといえることができる。

なお、ライブドアのファイナンス部門は、このケースでリーマン・ブラザーズが多額の利益を得たことを教訓として<sup>253</sup>、アドテックス、YOZAN、ジャック・ホールディングス、セシール、シルバー精工、トランスジェニック、ダイナシティ、ドリームテクノロジーズといった業績不振とされる企業に対し、当該企業の買収といった M&A の事業拡張と組み合わせつつ、MSCB を引き受けることで、MSCB の引受先証券会社として、UBS、メリルリンチ日本、野村、当時の大和 SMBC に次ぐ国内シェア第 5 位の地位を築くこととなり<sup>254</sup>、MSCB はライブドアの成長を支えるファイナンス手法となった。

---

<sup>243</sup> 日本経済新聞 2005 年 2 月 8 日夕刊。

<sup>244</sup> <http://www.tez.com/blog/archives/000360.html> (2016 年 3 月 28 日)

[http://shinta.tea-nifty.com/nikki/2005/02/hori\\_kaiken.html](http://shinta.tea-nifty.com/nikki/2005/02/hori_kaiken.html) (2016 年 3 月 28 日)

<sup>245</sup> <http://www.tez.com/blog/archives/000348.html> (2016 年 3 月 28 日)

<sup>246</sup> 日本経済新聞 2005 年 2 月 18 日朝刊。

<sup>247</sup> 同上。

<sup>248</sup> 日本経済新聞 2005 年 2 月 9 日朝刊。

<sup>249</sup> 日本経済新聞 2005 年 2 月 24 日朝刊。

<sup>250</sup> 日本経済新聞 2005 年 6 月 4 日朝刊。

<sup>251</sup> <http://www.tez.com/blog/archives/000348.html> (2016 年 3 月 28 日)

<sup>252</sup> 宮内・前掲注 (230) 145 頁。

<sup>253</sup> 同上。

<sup>254</sup> 大鹿靖明『ヒルズ黙示録 検証・ライブドア』(朝日新聞社、2006 年) 21 頁。

#### 4 発行体に不可避な合理的な経営計画の策定

ここでは、発行体が合理的な経営計画を立て、引受会社が節度ある行動をとり、社債市場が充実するため、当該3方面に対する適切な法制度がどのような形であるべきか、具体的にその方向性を検討する。

##### (1) 修正された中間説からの有利発行該当性の帰結

修正された中間説は、発行会社が、表面上 10%のディスカウントを負担するとしても、通常、公募増資ではできない規模の資金調達が可能である、または証券会社がすぐには市場に売却するわけではないから市場の需給関係を崩さない、といったメリットをも考慮した上で、MSCB の発行を選択している<sup>255</sup>という実務と整合的である。また、前述の日本証券業協会の自主規制ルールである本規則 3 条から 5 条が、MSCB 等の発行条件を含めた発行の合理性及びその合理性について対外的に十分な説明を行うことを要請していることも、既存株主の利益への影響について、伝統的な有利発行規制が考慮する発行条件等よりも幅広い要素を考慮しようとする修正された中間説と、親和的である。

オプション評価モデルを活用して価格の相当性を判断するだけでなく、修正された中間説のように、資金調達の便宜の考慮要素の 1 つとして、他の資金調達方法との比較、発行会社の取締役会の意思決定の過程の適切さ等を判断材料に加えた場合、有利発行と不公正発行の問題は近接する。確かに、資金調達の便宜といった要素は、有利発行の問題を、希薄化の問題として捉え、発行時の時価との比較で検討してきた伝統的議論においては考慮されなかった。しかし、近時の裁判例は、有利発行該当性について、「旧株主の利益と会社が有利な資本調達を実現するという利益との調和」の観点から、諸事情を総合考慮して判断している<sup>256</sup>上、有利発行規制は、比較法的には特殊であることから<sup>257</sup>、資金調達の便宜という要素を考慮し、不公正発行の問題と近接するものとして、新株発行差止め等の救済と近似させて考えることは、自然な方向だと筆者は考える。

##### (2) 2012 年要綱案

2012 年 8 月に会社法制部会によって決定された会社法制の見直しに関する要綱案（以下、「2012 年要綱案」という。）は、きわめて不透明な大規模第三者割当増資・MSCB が取締役会決議のみによって行われ、既存株主の利益が損なわれ、わが国の資本市場に対する内外の投資家からの批判が集中したことに、端を発している<sup>258</sup>。

そこで、2012 年要綱案は、公開会社において、支配株主の移動を伴う募集株式の発行等・募集新株予約権の割当て等につき、原則、株主総会の普通決議を必要とするものとした。これは、会社の支配権の決定は、経営者でなく株主が行うべきであって、会社支配権の移転を生じるような大規模な第三者割当て等による新株・新株予約権付社債発行は、合併や

<sup>255</sup> 証券取引法研究会編「新会社法の検討—ファイナンス関係の改正」別冊商事法務 298 号（2006 年）129 頁。

<sup>256</sup> 東京地決平成 22 年 5 月 10 日金判 1343 号 21 頁、東京地決平成 16 年 6 月 1 日判時 1873 号 159 頁。

<sup>257</sup> 大杉謙一「ニッポン放送・ライブドア事件が提起した証券取引法・会社法上の問題について」証券アナリストジャーナル第 43 巻第 7 号（2005 年 7 月）28 頁（35 頁）。

<sup>258</sup> 岩原紳作『「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説』別冊商事法務 372 号（2012 年）1—15 頁。

株式交換に準じるような会社の基礎的変更というべき行為として、株主総会による承認を必要とするものである<sup>259</sup>。

また、2012 年要綱案は、公開会社において、支配株主の移動を伴う募集株式の発行等・新株予約権無償割当てに関して、株主及びその登録株式質権者に対する割当通知を義務付けた。これは、今まで金商法でのみ定められていた募集株式の発行等における情報開示を会社法でも規定することで、情報の偏在化を解消し、不公正発行に対応するという意義がある。

もっとも、これらの改正は、支配株主の移動を伴う MSCB の発行にかかる規制であり、支配株主の移動を伴わない MSCB において、相場操縦的な取引により既存株主の利益が害される場合に対する措置は何ら行われなかった。

## 5 引受会社に不可避な節度ある行動

金融商品取引法における公募規制との関係であるが、MSCB の発行は、私募形式でかつ証券会社が一括購入することになるので、証券会社は形式的に引受審査を行わないが、これは金融商品取引法の公募規制の潜脱ではないかという疑念も呈されている<sup>260</sup>。すなわち、アメリカの 1933 年証券法によれば、公衆に分売する目的を持って発行者から証券を購入する者（2 条 a 項 11 号）は、開示書類の作成・提出の義務を負う引受人に該当する（4 条 1 号）から、日本法の下でも、MSCB のスキームには公募規制が及びうる、というものである<sup>261</sup>。

公募規制が情報開示等の面で投資家保護に役立っており、これの潜脱が投資家利益に反すると考えるならば、アメリカ法のように公募概念を広げることも検討に値する。もっとも、証券会社は、引受審査という形式でなくとも、その商品を全額購入するという投資の意思決定を行っているのであるから、引受審査と同じかそれ以上の厳しいスクリーニングをかけているはずであり<sup>262</sup>、この潜脱により実際に投資家利益が害されているとはいえない。また、当該場面での投資家利益の保護については、後述のソフト・ローによる対応が望ましいため、日本法の下では公募概念の拡張は不要と筆者は考える。

## 6 不公正取引の規制

### (1) アメリカの規制方法の理解

アメリカでは、MSCB の発行そのものを規制すべきだという議論よりも、相場操縦等の不公正取引を行った者に対する責任追及に議論の焦点が当てられている<sup>263</sup>。MSCB の保有

---

<sup>259</sup> 同上。

<sup>260</sup> 大杉・前掲注（257）35 頁。

<sup>261</sup> 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法（第 2 版）』（弘文堂、2004 年）30 頁、John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, *Securities Regulation*, 9<sup>th</sup> ed. at 529-532 (2003)。

<sup>262</sup> 奥・前掲注（69）47 頁。

<sup>263</sup> 梅本剛正「MSCB と不公正な証券取引」民商法雑誌 134 巻 6 号（2006 年）900-902 頁。

者が、相場操縦的な行為を行ったとして法的に争われたものとしては、民事訴訟により責任追及がなされる場合と、SEC(証券取引委員会、Securities and Exchange Commission)が当該行為を行った者に対して民事罰を課す場合とがある。

MSCB の民事訴訟においては、一般投資家ではなく、発行企業が MSCB の保有者またはそれに加えてブローカーやマーケットメーカーを相手取って訴訟提起するのが一般的である<sup>264</sup>。発行企業は、MSCB 保有者が大量の空売りを行ったことを、相場操縦であると主張することが多いが<sup>265</sup>、単に大量の空売りを行ったというだけでは、証券取引所法 9 条の相場操縦にあらず、誘引目的が必要である。誘引目的があることを、責任を追及する側が証明することは困難である上、MSCB において証券保有者が不正取引を行う動機は、転換価格を有利にするために市場で低い株価がつくようにするものであり、必ずしも他の投資家を引き込む取引を行うとは限らないため、MSCB の事例では誘引目的が認められない可能性が高い<sup>266</sup>。そこで、一般的には、わが国の金融商品取引法 157 条に相当し、誘引目的が要件とされない証券取引所法 10 条 (b) 項および規則 10b-5 に基づいて、MSCB 保有者の不実表示あるいは不公正な取引に基づく責任が追及されるが、当該責任が認められたものはない。裁判例においては、MSCB 保有者が大量の空売りを行っただけで、他に詐欺的な取引を行っていたという証拠が示されていないとして、請求が棄却されたものもある<sup>267</sup>。

SEC が民事罰を課した事例としては、Sedona 社の MSCB を引き受けた顧客のために相場操縦的な取引を行った投資顧問会社 Rhino についてのものがある<sup>268</sup>。Rhino は事実関係について否定も肯定もしなかったが、SEC と Rhino は、SEC による訴訟提起後に和解し、差し止め命令や民事罰を受け入れた<sup>269</sup>。

## (2) 金商法 157 条の有効活用

現行の金融商品取引法の不公正取引の規制以外に、包括的規定である金商法 157 条の適用が消極的である理由としては、他の不公正取引の禁止規定の適用によって、おおむね不公正取引の摘発に対応することができる、という点が挙げられることがある<sup>270</sup>。しかし、この点については、他の不公正取引禁止規定の適用では、その全体像を的確に捉えた訴追とならない事件もあり、こうした事件には金商法 157 条が適用されるべきとの指摘がある<sup>271</sup>。とすれば、包括的要件に基づき、刑事罰により詐欺的取引を禁ずる金商法 157 条の適用にあたっては、罪刑法定主義の明確性の原則との抵触が最も大きな障害になると考えられる。

---

<sup>264</sup> 同上、891-892 頁。

<sup>265</sup> 同上、892 頁。

<sup>266</sup> 同上。

<sup>267</sup> GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt, 272 F. 3d 189 (3d Cir. 2001)。

<sup>268</sup> SEC, Litigation Release No. 18003 (Feb. 27, 2003) Sec v. Rhino Advisors, Inc. and Thomas Badian, Civ. Action. No. 03 civ 1310 (RO)(Sothorn District of New York)。

<sup>269</sup> 梅本・前掲注 (263) 892 頁。

<sup>270</sup> 松尾・前掲注 (184) 504 頁。

<sup>271</sup> 同上。

## 第8章 金融商品取引法 157 条詳論

本稿冒頭でも述べたように、金商法 157 条の重要性に鑑みて、ここでその活用の方向性を詳しく述べる。

### 1 金商法 157 条の有効活用の意味

MSCB 発行後の売り崩し行為を防ぐ法制度としては、「空売り規制」と同様に、金商法 157 条の活用も重要となってくる。

金商法 157 条において、有価証券の売買その他の取引等に関連し、不公正取引を以下の 3 つの類型にわけて包括的に規制している。なお、ここでいう有価証券とは、もちろん MSCB を含め、金商法上のすべての有価証券を指すものである。また有価証券の売買その他の取引等とは、売買のみならず、発行市場における取引、即ち有価証券の募集、売出し等も含まる。

①不正の手段、計画または技巧をなすこと。不正の手段とは、有価証券取引に限定して社会通念上不正と認められる一切の手段をいう。

②重要な事項について虚偽の表示があり、または誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して、金銭その他の財産を取得すること。

④ 有価証券の売買等を誘引する目的をもって、虚偽の相場を利用すること。

MSCB 発行後の売り崩し行為に対しては、金商法の市場取引規制として、これまで述べてきた規制事項（相場操縦規定（金商法 159 条 2 項 1 号）、作為的相場形成取引の禁止規制（金商法 38 条 7 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条 1 項 19 号、20 号）の他、以下による対応が考えられる<sup>272</sup>。

（ア）内部統制（金商法 24 条ノ 4 ノ 4、同 19 条ノ 2 ノ 2）

（イ）不公正取引規制（金商法 157 条）

（ア）については、金商法 24 条ノ 4 ノ 4 により、発行会社も引受証券会社も、上場会社であれば財務諸表と共に「内部統制報告書」「内部統制監査報告書」を提示、公開しなければならない。上場会社の経営者自身が内部統制の有効性に関する評価を行い、その結果を報告するのである。内部統制に何らかの不備があれば是正が必要であり、期末時点で、財務報告に重要な影響を及ぼす可能性が高い内部統制の不備が存在する場合には、「内部統制に重要な欠陥があり、有効でない」旨の開示が求められる。もっとも、同様の制度のもとアメリカでは 7.9%（2007 年度）が「重要な欠陥」ありとの開示を行っているのに対し、わが国では「重大な欠陥」あり、との開示を行ったのは 0.8%（2010 年度）にとどまったことなどから、わが国では内部統制の有効性評価がアメリカよりも甘めになり、問題点が見過ごされているとの指摘もある<sup>273</sup>。経営者による内部統制は「お手盛り」の危険性を孕

<sup>272</sup> 梅本・前掲注（263）900-902 頁。

<sup>273</sup> 大崎貞和「内部統制報告書制度は機能しているのか？」（2010 年 9 月）

むことが、内部統制の限界である。

したがって、(イ) 金商法 157 条による対応が極めて重要となってくるのである。特に現在は本条違反については刑事罰のみが課されるが（金商法 197 条 1 項 7 号）、行政罰として課徴金納付命令の対象とすることも不正行為を規制する上では有効である。しかし金商法 157 条は、アメリカの連邦証券諸法における一般的な詐欺禁止規定である 1933 年証券法 17 条 a 項ならびに 1934 年証券取引法 10 条 (b) 項及び SEC 規則 10b-5 を参考にして設けられたにもかかわらず、わが国では、アメリカと対照的に、一般的・包括的な不正行為禁止規定たる本条が、ほとんど適用されていない<sup>274</sup>。その理由としては、犯罪構成要件（金商法 197 条 1 項 5 号）として文言が抽象的であり、罪刑法定主義の下、法令適用の形式的明確性が重視される傾向にあるわが国の法文化においては、その適用に慎重にならざるを得ない点が挙げられる<sup>275</sup>。また、アメリカの SEC 規則 10b-5 の射程範囲が判例の積み重ねを通じて拡大されてきたのは、1933 年以前から発展していた民事上の「詐欺 (fraud)」の概念が基礎とされたものである一方、わが国ではそのような基礎が存在しなかったことも理由とされる<sup>276</sup>。

したがって金商法 157 条を改正して課徴金納付命令の対象とするためには、要件の明確化が必要となる。本稿では、金商法 157 条以外の包括的要件の適用事例を検討した上で、金商法 157 条の改正の方向性を提言する。

## 2 金商法 157 条の有効活用の検討

### (1) 金商法 157 条の意義

立法時には予想されておらず、当該行為に向けられた直接の条文は存在しないが、どう考えても不正であり当該行為者に対して責任を課することが妥当とされるような場合に、どう対応すべきか。これには大きく分けて 2 つのアプローチが考えられる。1 つは、当該行為に向けられた新しい条項を追加すること、もう 1 つは当該行為を適用範囲内にするように既存の条項の解釈を広げることである。証券市場のように劇的に変化し続ける環境においては、立法当初予想されなかった不正な行為が幾度となく問題となってきた。その度に日本で多く採られてきたのは、前者のアプローチ、すなわち新しい条項を追加して当該行為に適用させる方法であった<sup>277</sup>。しかし後者のアプローチが少なかったのは、証券取引法に新しい問題に対処し得るような条文が存在しなかったからではない。日本の証券取引法には制定当初から、広く不正な取引を規制する一般規定である 58 条（平成 4 年改正以降証券取引法 157 条）が存在した。そして実際に証券市場で新しい問題が生じるたびに、そ

---

[http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu\\_itf/backnumber/2010/09/201009\\_3.html](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2010/09/201009_3.html)  
(2014 年 10 月 10 日)

<sup>274</sup> 松尾直彦『金融商品取引法 第 2 版』（商事法務、2013 年）504 頁。

<sup>275</sup> 同上。

<sup>276</sup> 同上。

<sup>277</sup> 萬澤陽子「『不正行為』を禁ずる一般規定である金商法 157 条を考える」証券レビュー 48 巻 12 号（2008 年 12 月）113 頁。

これらの問題に対する 58 条の適用が主張された。しかしながら、58 条は、証券市場で生じる問題に対して適用されてこなかった。58 条が利用されてこなかった理由としては、例えば罪刑法定主義や罰則の厳格さ等が挙げられている<sup>278</sup>。

そこで金商法 157 条を有効活用するためには、要件の明確性を確保した上で、行政罰である課徴金納付命令の対象とする法改正が必要になると考える。本稿では、現行の金商法 157 条を説明した上で、金商法 157 条以外の包括条項として金商法 166 条が市場に及ぼす影響を与えたのか検討し、最後に金商法 157 条の改正の方向性を提言する。

## （２）現行の金商法 157 条について

### ①条文制定の趣旨

本条 1 号は、証券取引一般について、法益侵害の可能性のある不正行為を一般的かつ包括的に禁止する規定である。金商法は各種の不正行為を個別に規制しているが、もともと証券取引の態様は多種多様であり、規制すべき不正行為としても多彩な態様のものが考えられるだけに、そうした不正行為をあらかじめ詳細に列挙し、それに該当するものだけを違法とするスタイルには限界がある。そうした不都合を避けるための包括的な規定が本条 1 号である。そして本条 2 号、3 号は、1 号で一般的に表現されている不正行為禁止の原則に関し、その適用をより確実・容易にする観点から、適用要件をより具体的に定めた規定である<sup>279</sup>。

このような本条の性格ゆえに、その適用にあたっては、行為者が何人であるかは問われず、発行会社又はその役職員、金融商品取引業者またはその役職員などすべての者に適用されう。現に証券の保有者であるかも問われないし、どのような態様の証券取引について不正行為が行われたのかも問われない。また、本条は上場、非上場を問わず、すべての金商法上の有価証券に適用されう<sup>280</sup>。

本条は金商法 159 条などの個別規定と適用範囲が重なり合うが、その適用関係については、法条競合ではなく、観念的競合であると解されている。本条違反には刑事罰が課されるが（金商法 197 条 1 項 7 号）、その法定刑の上限は懲役 10 年と最も重く定められていることから、本条は悪質性の高い行為をより重く処罰するという機能も認められている<sup>281</sup>。

### ②不正の手段、計画又は技巧

本条 1 号は、米国証券取引所法規則 10 条 b 項 5 号（規則 10b-5）に由来するが、一見すると規則 10b-5 が「詐欺を行うための」と定めているのに対し、本号は「不正の」と定めているという差異が認められる。ただそれは規則 10b-5 を日本語に訳すにあたり特別の意図もなく「不正の」とされた結果であるとされる。そこで日本の学説の多くは古くから、本号の「不正」の意義についても、規則 10b-5 におけると同様に解してきた。すなわち、

---

<sup>278</sup> 同上。

<sup>279</sup> 岸田雅雄監修「注釈金融商品取引法（第 3 巻）」（金融財政事情研究会，2010 年）3 頁。

<sup>280</sup> 同上。

<sup>281</sup> 同上。



学説上、「不正の手段」とは、有価証券取引につき他人を欺罔して錯誤に陥れる態様の行為を行うことであるとするのが従来からの多数説である<sup>282</sup>。

それに対し、最三小決昭和 40 年 5 月 25 日裁判集刑 155 号 831 頁は「有価証券に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段をいう」と判示して、「不正の手段」を広くとらえる立場を示している。この見解は、本条の趣旨に最も合致するものとして、学説上も有力である<sup>283</sup>。

いずれにせよ、現行の金商法 157 条号の「不正の手段、計画又は技巧」が非常に抽象的な文言であり、その具体的内容に曖昧さが伴うことは否定できない。

つまり、金商法 157 条規制の法執行として、たとえば、課徴金制度を活用するといった議論は、そもそも明確に定義された刑事罰の構成要件がなければならないのであって、いわば、課徴金として賦課されるべき当該金額の算定基準もない中、どのような行為を、どのような算定方法で、157 条規制の対象としていくのか—を限定できないのが現状である。ゆえに、課徴金制度をすぐに導入することはできないものと勘案する。また、課徴金制度は金融庁には原則として摘発の裁量権がないため、そういった制度運営上の問題もある。ただし、今後は、こういった課徴金と憲法違反の論点で係争に持ち込んでくる企業が出現してくるのは必定で、この金商法 157 条と課徴金導入については、今後、法整備が進んでいくものと期待している。

### （３）前提としての金商法 166 条 2 項 4 号について

金商法 157 条 1 号の改正を提言する前提として、課徴金納付制度の適用がある包括条項である金商法 166 条 2 項 4 号について検討する。

金商法 166 条による規制を受けるのは、一定の立場の者が「業務等に関する重要事実」を知った場合である。そして何が「重要事実」であるかについて、金商法 166 条 2 項 4 号には包括条項がおかれている。金商法 166 条に関しては、近年課徴金納付制度が導入された。したがって、金商法を改正して金商法 157 条を課徴金の対象とした場合にいかなる影響が生じるのか検討する上で、金商法 166 条の運用状況を検討することが参考になる。そこで以下では、金商法 166 条の概要と、その適用事例を検討する。

#### ① 金商法 166 条 2 項 4 号の概要

現行法においては、重要事実の規制の仕方として、まず個別列举を基礎としつつ、それだけでは規制の網から漏れてしまうおそれに対処するため、（ア）決定事実および発生事実いずれにも政令指定条項を設け（金商 166 条 2 項 1 号ヨ・2 号二・5 号チ・6 号ロ）、さらに（イ）いわゆる包括条項を設けて（金商 166 条 2 項 4 号・8 号）、規制の万全を期そうとしている<sup>284</sup>。これらのうち①の政令指定条項はどうしても「後追い」の批判を免

---

<sup>282</sup> 同上、4 頁。

<sup>283</sup> 同上、5 頁。

<sup>284</sup> 志谷匡史「インサイダー取引規制の課題」ジュリスト 1438 号（2012 年 3 月）36－39 頁。

れることはできない。これに対して②の包括条項は、会社（又は子会社）の決定事実、発生事実、業績の変動についての事項以外であっても、「会社〔又は子会社〕の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」にかかる情報をインサイダー取引規制の基礎となる重要事実とする。包括条項は、運用次第でインサイダー取引規制の実効性を高める効果が期待されてきた。

より詳細に包括条項について検討すると、包括条項に該当するには、まず上場会社等の決定事実、発生事実および決算情報以外の事実で、上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実である必要がある。したがって、競合他社の情報や当該上場会社等の格付け機関による格付けに関する情報などの外部情報は、当該上場会社等の会社関係者がその特別の立場に基づき知りうる特別の情報ではないため、これに含まれないと解される。他方、大量契約の受注、多額の含み益を実現する財産の処分、重要な子会社株式の公開、主要な製品についての重大な欠陥の発生、重要な業務についての業務停止処分、他の会社に対する大規模な企業買収などは含まれるとされる。そして、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とは、投資者であれば当然に売りまたは買いの投資判断をするものと解されている<sup>285</sup>。

## ② 包括条項に関する事例<sup>286</sup>

金商法 166 条 2 項の包括条項が適用された事例としては、以下のようなものがある。

### （ア）刑事裁判例

#### （一）マクロス事件

東京地判平成 4 年 9 月 25 日判時 1438 号 151 頁

重要事実：公表されていた売上高の予想地に大幅な架空売り上げが含まれていた事実およびその結果現に売掛金の入金がなくなり巨額の資金手当てを必要とする事態を招いたこと。

#### （二）日本商事事件

最判平成 11 年 2 月 16 日刑集 53 卷 2 号 1 頁

重要事実：実質上初めて開発し有力製品として期待され、同社の株価上昇のもとになっていた新薬について、発売直後、これを投与された患者につき死亡例も含む副作用と見られる重篤な症例が発生したこと。

#### （三）西武鉄道事件

東京地判平成 17 年 10 月 27 日

重要事実：継続的に被告会社の所有にかかる西武鉄道株式の一部を他人所有であるかのよう装い、その株式数等について有価証券報告書に虚偽の記載をして提出したこと。

#### （四）LTT バイオフィーマ事件

東京地判平成 21 年 9 月 14 日判例体系 28167002

重要事実：子会社が主力事業として累次に亘り投資を募っていた病院再生事業がいずれも

<sup>285</sup> 神崎克郎・川口恭弘・志谷匡史著「証券取引法」（青林書院，2006 年 2 月） 903 頁。

<sup>286</sup> 戸嶋浩二・久保田修平 編著／峯岸健太郎・園田観希央・石川大輝・邊 英基・佐川雄規・茨木雅明「事例でわかるインサイダー取引」（商事法務，2013 年 12 月） 246 頁。

架空のものであって、償還日が到来する都度、他の投資家を欺いて調達した金員をもって償還に充てることを繰り返していた事実が投資家の知るところとなり、それ以降に償還日が到来する償還金を償還するめどが立たず、同事業の継続が困難になったこと。

(五) プロデュース事件

さいたま地判平成 21 年 5 月 27 日告発事件の概要一覧表 117 号事件

重要事実：粉飾決算を内実とする金商法違反等の嫌疑で証券監視委から強制調査を受け、これにより、同社が粉飾決算を行っていた事実が公になる事態に至ったこと。

(六) テークスグループ事件

大阪地判平成 22 年 9 月 1 日告発事件の概要一覧表 132 号事件

重要事実：第三者割り当てによる株式発行増資について、振込総額の約 9 割にあたる株式が失権することが確実に、連結業績向上のための基幹事業としていた子会社事業等への投資資金を確保するめどが立たなくなったこと。

(七) リサ・パートナーズ事件

東京地判平成 23 年 4 月 26 日

重要事実：景気の低迷等により不動産関連企業の新規資金調達が困難となっていた状況下で、三井住友銀行ほか 10 行からなる銀行団による協調融資により総額約 100 億円の新規事業資金を調達できることが確実にになったこと。

(八) スルガコーポレーション事件

平成 23 年 6 月 10 月付告発事件の概要一覧表 144 号事件

重要事実：従前から委託先法人に行わせていた同社所有の商業ビルの立ち退き交渉業務に関し、同委託先法人が反社会的勢力であるとし、当該交渉業務に関してスルガコーポレーションの役員らの取り調べ等の捜査を警察が進めていること。

(九) 日本風力開発事件

神戸地判平成 24 年 5 月 18 日告発事件の概要一覧表 157 号事件

重要事実：有価証券報告書の提出が遅延し、発行する株式が東京証券取引所により管理銘柄に指定される可能性がある事態に至ったこと。

(イ) 課徴金事例（金融庁証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集」より抜粋）

(一) 平成 21 年

重要事実：製造、販売する製品の強度試験の検査数値の改ざん及び板厚の改ざんが確認されたこと。

(二) 平成 22 年

重要事実：過年度の決算数値に過誤があることが発見されたこと。

(三) 平成 22 年

重要事実：複数年度に亘る不適切な会計処理が判明したこと。

(四) 平成 23 年

重要事実：第三者割り当てによる転換社債型新株予約権付社債の発行が失権となる蓋然性

が高まり、継続企業の前提に関する重要な疑義を解消するための財務基盤を充実させるのに必要な資金を確保することが著しく困難となったこと。

(五) 平成 24 年

重要事実：会計監査人の異動、それに伴い有価証券報告書の提出が遅延し、同社株式が管理銘柄に指定される見込みとなったこと。

(六) 平成 25 年

重要事実：業務提携を行っていた相手方から、両者間の業務提携にかかる不動産検索サービスの提供を停止するとの一方的な通告を受けたこと。

(七) 平成 25 年

重要事実：全部取得条項付種類株式を用いて、同社を同社の親会社の完全子会社とする決定をしたこと。

(ウ) 運用の傾向

課徴金事例（一）は、俗に略称で栗本鐵工所事件と呼ばれる。栗本鐵工所の取引先の社員である違反行為者が、取引先の他の社員が同社との売買契約の履行に関し、同社が製造、販売する製品の強度試験の検査数値の改ざん及び板厚の改ざんが確認された事実を知り、当該事実の公表前に同社株式を売りつけた事例である<sup>287</sup>。当該事実には包括条項の適用が認められた理由としては、当該事実が（i）同社の財務面に大きな影響を及ぼすおそれがあったこと、（ii）同社の社会的信用を著しく低下させ、今後の業務の展開に重大な影響を及ぼしかねないものであると共に、市場の信頼性を損なうおそれのあるものであったこと、が挙げられている<sup>288</sup>。

この事件以降、インサイダー規制の対象となる重要事実とは何なのか、重要事実の定義が広がり、よくわからないと考えられるようになったといわれている。この事件以降も、上述のように当局は積極的に包括条項を適用している。

そしてインサイダー取引規制は、法令に定める一定の立場にある者がその立場ゆえに法令に定める一定の情報を知って、法令に定める公表の前に、それにかかる有価証券の取引をするときは、例外的に許されるものを除き、インサイダー取引を行ったものとして当然に処罰される仕組みを採用した。その者が問題の情報を利用して取引をしたか、あるいは、問題の情報に基づき、利益を得または損失を回避する目的で取引をしたかは罰則の適用を左右しないのである<sup>289</sup>。これは摘発（運用）の容易性を重視した結果といえる。

したがって、何がインサイダー取引とされる重要事実なのか不明確では、違反の成否も不明確で、株式売買が委縮してしまうことにもなりかねない。当然のように、行政当局は不正をなくしたと強弁するだろうが、長期的に見れば、要件が不明確なものへの恐怖感は投資家の株式投資離れをもたらす。

---

<sup>287</sup> 小谷融編著「金融商品取引法における課徴金事例の分析＜Ⅰ＞インサイダー取引編」（商事法務，2012 年）169 頁。

<sup>288</sup> 戸嶋・久保田・前掲注（286）、256 頁。

<sup>289</sup> 志谷・前掲注（284）、37 頁。

転換社債の発行やスワップ契約についても、法理論的には、未公表情報を知って取引したというだけでは訴求は難しく、先ず、全体のスキームにおいて、当該株式売買が合理的なもので、既存の株主や一般投資家に迷惑をかけることがない、といい切ってよいものなのか、それとも、当該売買は、既存の株主や一般投資家を犠牲にして特定のものだけが利益を得られるというような、悪い意味で、当該スキームの一部を構成していたのか、を明確に区別して、処罰すべきか否かを決するべきというのが筆者の提起である。発行体サイドの開示義務違反と捉えて処するのは最も簡単なことであろうが、証券会社・投資銀行サイドが、こういった仕組みを編み出し、かつ発行体にスワップ契約等の諸条件を開示しないよう求める傾向にやはり悪質さを感じてやまない。

### ③ 金商法 166 条 2 項の運用

上述のように、金商法 166 条 2 項の包括条項は不明確であり、予測可能性が欠如しているという批判がある。しかし、(ア) 包括条項が現実適用されている事例が存在すること、(イ) 金商法 166 条 2 項 1 号から 3 号に列挙する事実で内閣府令に定める軽微基準に該当するものは重ねて包括条項を適用されないこと、および(ウ) インサイダー取引規制の保護法益の前では、重要情報に容易に接近できる立場にある会社関係者については、その証券取引が一定程度制限されてもやむを得ないと考えられること、(エ) 証券の価格一般に影響を与え得る情報、証券の発行会社一般に影響を与え得る情報、特定の業界に属する会社の発行する証券の価格一般に影響を与え得る情報、さらに特定の企業についてその企業の株価に影響を与え得る情報など、いわゆる外部情報の範疇とされる情報群は、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼし得るが、現行規制は、外部情報のうち公開買付け等の実施又は中止にかかる情報のみを重要事実として規制対象とするにとどまり、その他の外部情報は、包括条項の対象外と解されていること、などから、包括条項は無限定に包括的とは言えず、適切に運用されているという意見もある<sup>290</sup>。

こうした現在の運用状況、議論を踏まえると、包括条項の運用にあたっては、適用要件を明確化し、適用事例を積み重ねていくことが、包括条項の有効活用に不可欠であると筆者は考える。

### (4) 金商法 157 条の有効活用のあるべき姿～比較法的アプローチ

金商法 157 条のあるべき姿を提言する前提として、昭和 23 年証取法の参考にされた米国証券法制以外の主要国・地域（イギリス・ドイツ・EU〔欧州連合〕・香港）の不正取引規制の体系を検討する。

#### (ア) イギリス

イギリスの 2000 年金融サービス・市場法では、(一) インサイダー取引 (insider dealing) 関連の規制、(二) 相場操縦取引 (manipulating transactions) の禁止、(三) 操作的手段 (manipulating devices〔偽計〕) の禁止および風説流布 (dissemination) の禁止、ならびに(四) 誤解を生じさせ (misleading behavior) および歪める行為 (distortion) の禁

---

<sup>290</sup> 同上、39 頁。

止などが定められている。

(イ) ドイツ

ドイツの有価証券取引法では、(一) インサイダー取引関連の規制および(二) 市場操作の禁止がその柱として定められている。そして、(二) の市場操作の禁止として、不実・誤解表示等の禁止、虚偽・誤解シグナル等の禁止およびその他詐欺的行為の禁止が定められている。

(ウ) EU

EU の市場濫用指令では、(一) インサイダー取引関連の規制および(二) 相場操縦の禁止がその柱として定められている。

(エ) 香港

香港の証券先物令では、(一) インサイダー取引関連の規制、(二) 相場操縦関連の規制(価格操作および株式市場操縦)、および(三) 詐欺的取引(虚偽取引および虚偽・誤解情報開示)の禁止が定められている。

(オ) 小括

以上のように、各国は総じて、不公正取引規制の柱として、インサイダー取引関連の規制(いずれも情報伝達行為の規制が含まれている)および相場操縦の禁止を定め、これらに加えて詐欺的行為の禁止を定めている。一方、米国 1934 年証券取引所法 10 条 b 項や金商法 157 条 1 号のような包括的な不正行為規定は定められていない。

そこで、金商法 157 条 1 号のような包括条項のあり方を提言する上では、主に米国が参考になる。

### 3 提言

金商法 157 条の運用は、同様の一般的包括的ルールである規則 10b-5 とは、対照的である。このような違いが生じた理由としては、金商法 157 条の禁ずる不正取引、具体的には同条 1 号の「不正の手段」にどのようなものが該当するかについて、何の基準も存在しなかったことが大きく関係していると考えられる。米国では証券取引所法 10 条 b 項および規則 10b-5 の禁ずる詐欺がどのようなものであるか、連邦政府による証券法、証券取引所法制定以前に発展した不法行為上の詐欺の訴えによって、当時既にある程度明らかになっていた<sup>291</sup>。そして実際、裁判所はその詐欺の訴えの解釈を基礎に修正を加えながら証券取引所法 10 条 b 項および規則 10b-5 を解釈していった。証券取引所法 10 条 b 項および規則 10b-5 に文言上書かれていないにもかかわらず、私人による同条違反を基礎にした訴えを認めたのも、州の裁判所が発展させた不法行為法上の一般原則を援用することができたからである。米国において、規則 10b-5 が多くの訴訟で活用されるようになった背景には、このような不法行為法の発展があったのである<sup>292</sup>。

これに対して、日本では、金商法 157 条 1 号の禁ずる「不正の手段」に該当する行為について、そのような基礎は存在しなかった。条文で「不正の手段」に該当するための要件

---

<sup>291</sup> 萬澤・前掲注(277), 125 頁。

<sup>292</sup> 同上。

が列挙されているわけでも、当該手段を指定する機関が明記されているわけでもなく、また当該手段の解釈に関する判例の蓄積があるわけでもない。どのようなものが「不正の手段」に当たるか漠然とは想像できても、解釈の際に参照すべき基礎がなければ利用することは困難である<sup>293</sup>。

そこで筆者としては、適用要件の明確化を進めるよう提言したい。

具体的には、「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること」を禁じている金商法157条1号に、下記①・②を新設することで、自己の財産所得と構造的な技巧による他の投資者に損失を生じさせる故意の計画・技巧を抑制することが可能となると考える。

- ① 不正の手段、計画又は技巧を用いて金銭その他の財産を取得すること。
- ② 他の投資者に損失を与える意図もしくは損失が生じうることを予期して、不正の手段、計画又は技巧をすること。

この法改正により、事実上規制逃れが可能であった不公正取引を早期に抑止できるとともに、事案の累積により、将来的に刑事罰を発動するための明確性を確保することも期待できる<sup>294</sup>。

もっとも、要件の明確化について、事例の積み重ねだけに依存すると、行政罰を受けるという萎縮効果により事例がなかなか積み重ならず、当初の目的の達成が困難となりうる。したがって、上記の法改正とともに、行政処分たる課徴金の認定において、行政当局に不正当事者の意図と予見の合理的な立証責務を課すことでその濫用を抑制し、マーケットの委縮を防止しつつ、金融庁によって設置された研究会やワーキング・グループによる研究発表といった、ソフト・ローによる一定の類型化を並行して行っていくことが必須であると筆者は考える。

## 第9章 解決の方向

ここでは、発行体が合理的な経営計画を立て、引受会社が節度ある行動をとり、社債市場が充実するため、当該3方面に対する適切な法規制がどのようなであるべきか、具体的にその不可避なる方向性を検討する。

### 1 社債市場の活性化に向けた取組み

2009年7月、わが国の社債市場の活性化を図ることで、金融・資本市場の機能強化・安定化、企業の中長期の資金調達手段及び投資家の運用手段の多様化に資するため、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」（社債懇）が設置され<sup>295</sup>、社債懇は、2012

---

<sup>293</sup> 同上。

<sup>294</sup> 梅本・前掲注（263）、903頁。

<sup>295</sup> 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」事務局・前掲注（42）、URL内。

年7月30日に、「社債市場の活性化に向けた取組み」という報告書（以下「2012年社債懇報告書」という）を発表した。

2012年社債懇報告書は、「第1部会 証券会社の引受審査の見直し」「第2部会 コバナンツの付与および情報開示等」「第3部会 社債管理のあり方」「第4部会 社債の価格情報の報告・公表および社債レポ市場の整備等」の報告に分かれている。

「第1部会 証券会社の引受審査の見直し」の報告は、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」及び「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」についてのものである。

「第2部会 コバナンツの付与および情報開示等」の報告は、発行会社、投資家、及び証券会社の参考となるよう、アメリカの事例等を参考に、社債コバナンツの類型を示した「社債コバナンツ参考事例集」、コバナンツの組合せを例示した「社債コバナンツ組合せモデル（参考モデル）」、社債コバナンツ抵触時の対応を解説した「社債コバナンツ抵触時の対応に関する規定例（参考モデル）」から構成される「コバナンツモデル（参考モデル）」についてのものである。現行制度におけるコバナンツや債務の状況等の開示の義務付けについても議論されたが、レピュテーション・リスク等による企業金融へのダメージ、企業による資金調達柔軟性の低下、企業の開示に係る負担増等により、かえって社債発行が後退するのではないか、という意見が多く出された<sup>296</sup>。そこで、2012年社債懇報告書では、投資家の投資判断に必要と考えられる事項、重要性の判断基準や開示の具体的内容等を整理した事例集を作成し、当該事例集において例示した開示内容等が、発行会社と社債権者との契約に基づく「レポーティング・コバナンツ」（企業に対して一定の事項の報告・公表を求める特約事項）において開示事項となるよう、「コバナンツモデル（参考モデル）」の見直しを行うことと定めたにとどまった<sup>297</sup>。

「第3部会 社債管理のあり方」の報告は、外部環境の急変等による社債のデフォルト・リスクにより、社債権者の権利保護のあり方について潜在的関心が高まっていること、及び、機関投資家のヒアリング等の結果、投資家は社債管理者に対し、発行会社の情報の迅速かつ確実な伝達、有事の際に個々の投資家のニーズをサポートしつつ、社債権者の意見集約や、デフォルト後の社債権者の代理人の役割の期待が大きいことを背景に、社債管理業務の担い手の拡大及び社債管理のあり方について見直すものである<sup>298</sup>。その内容は、①社債権者への情報伝達および意思結集のためのインフラ整備、②「社債管理人（仮称）」制度となっている。具体的には、①発行会社に関する情報の社債権者への迅速かつ確実な伝達により、社債権者が社債管理者からの情報や発行会社の開示情報等に基づいて判断できるようにするとともに、多数の社債権者の意思を反映した対応を可能とするため、一般債振替制度の下、証券保管振替機構（ほふり）及び証券会社等（口座管理機関等）のインフラを活用した制度整備を進めることが確認された<sup>299</sup>。また、②アメリカのトラスティ制度の考え方を参考として、現行法制度を前提に、投資家及び発行会社のニーズ等を踏まえ、社債

---

<sup>296</sup> 同上。

<sup>297</sup> 同上。

<sup>298</sup> 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」事務局・前掲注（42）、URL 内。

<sup>299</sup> 同上。



のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化し、原則として、社債のデフォルト時点以降、社債権者の代理人として、債権の保全・回収のための業務を担う「社債管理人（仮称）」の制度を設けることが提唱された。もっとも、①社債管理者の善管注意義務の明確化、②会社法710条2項に基づく損害賠償責任において社債管理者にシェアを与える、いわゆるプロラタ弁済の可否、③社債管理者の報酬・費用につき会社法741条の要件緩和の可否、④社債管理者が直接に資金回収に結びつかない行為（調査権の行使等）を一定割合以上の社債権者の請求又は社債権者集会の決議に従って行う場合について、当該行為に関する報酬及び費用の償還を受けられることの明文化の要否、といったトピックについては、今後の検討課題とされた。

「第4部会 社債の価格情報の報告・公表および社債レポ市場の整備等」の報告は、①取引情報の公表、②売買参考統計値の信頼性の向上、③流通市場活性化に向けた措置、といった各トピックについての提言から構成される。具体的には、①まず、日本証券業協会の自主規制規則に基づき、証券会社は取引情報を報告し、日本証券業協会が公表を行う<sup>300</sup>。公表対象は、当分の間、発行総額、格付け等で限定するが、最終的に全銘柄の公表を目指す<sup>301</sup>。公表方法・公表日については、当分の間、取引金額（額面）に基づき、例えば5億円以上と5億円未満の区分ごとに、取引日の翌日に公表し、最終的には、取引金額を4つに区分し、取引日当日の公表を目指す<sup>302</sup>。②次に、売買参考統計値の信頼性の向上のため、日本証券業協会への報告時限及び公表時間の繰下げを行うことが定められた<sup>303</sup>。もっとも、指定報告協会員名の公表や、指定報告協会員の指定基準を売買執行能力の有無、引受実績の有無によって厳格化するといった案に対しては、公表銘柄数の減少の懸念等、慎重な意見が多かったことから、当面は据え置かれることとなった<sup>304</sup>。③さらに、社債の流通市場の活性化を図るため、日証協、ほふり、市場関係者は、社債の価格情報インフラの整備の取組みと同時並行的に、社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充、社債の追加発行（銘柄統合）、社債の取引単位の引下げについても、同時並行的に制度整備を進めることが確認された<sup>305</sup>。

## 2 公開会社法の再構築・再定義

諸問題の解決策として、目指すべき大きな方向としては、その必要性が主張されて久しいが、会社法と金商法の規定を再構成することにより、公開会社法として1つの法体系を構築し、その外延を明文で確定することである。

会社法と金商法は、財務諸表、親会社・子会社といった諸概念、連結計算書類作成を要求される会社の範囲、公告等の省略といった点においては、連続性を有するが、内部統制や会計処理、株主の議決権行使、買収防衛策といった場面においては、不連続な部分もまあり、あるいは、連続・不連続性の有無がかなりの程度で不明確なまま運用されている

---

<sup>300</sup> 同上。

<sup>301</sup> 同上。

<sup>302</sup> 同上。

<sup>303</sup> 同上。

<sup>304</sup> 同上。

<sup>305</sup> 同上。

実態がある。

会社法と金商法の棲み分けについて、当初、会社法は、個々の会社の投資家、債権者の利害を調整する私法であって、私人が裁判所を通じてエンフォースするものである一方、金商法は、一般投資家ひいては資本市場それ自体の機能を保護し、行政機関によってエンフォースされる公法という明確な解釈論も存在した<sup>306</sup>。しかし、現実的には、支配権移転の場面1つとつても、個々の株主の保護と一般投資家への開示規制という両面を併せ持つといったように、対象の性格及びエンフォースメントの主体が必ずしも一致しなくなっている。

公開会社法として1つの法体系に収束させることも考えられるが、公開会社を規律する齟齬のない法体系が構築され、その外延が明らかとなるのであれば、あえて1つの体系にまとめ直すことが必須とはいいきれない。重要なのは、あくまで、公開会社が従うべき市場規律の範囲が明らかにされ、予測可能性と手続の適正が担保されることである。

### 3 ドイツの例

ドイツ株式法は、「上場会社」を定義しており、それに固有の法的効果を認めている。

1998年の「企業分野における監督と透明性の確保のための法律（KonTraG）」による改正株式法において、初めて「上場会社」の定義が置かれた。「上場会社」とは、「その株式を、国家により認定された当局により規制監督され、定期的に開催され、かつ公衆が直接または間接にアクセスし得る市場において取引することを許可された会社」（株式法3条2項）とされる。「上場会社」の定義規定が置かれたこと自体、資本市場法概念が株式法に直接的な影響を与えた例とされる<sup>307</sup>。

もっとも、「上場会社」に付与された株式法上の効果としては、監査役会の開催の頻度につき、半年に2回以上の開催が義務付けられる（株式法110条3項）、議決権の上限の定めが禁じられる（株式法134条1項）、監査役会の監査報告書における記載事項として委員会の種類や監査役会及び各種委員会の開催回数等を記載すべきとされる（株式法171条2項）、相互保有をしている企業については監査役選任決議において議決権を行使できない（株式法328条3項）といったように、非上場会社とは異なる規律は限定的ともいえる。

しかし、ドイツ株式法において特徴的な点は、ソフト・ローにすぎないドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードを遵守しているかどうかを開示する義務が、上場会社の取締役・監査役のみに課されることである（株式法161条）。ドイツにおいては、2002年、コーポレート・ガバナンス委員会という政府委員会が同コードを策定し、ソフト・ローの策定主体に国家が一定程度関与しており、かつ、同コードの遵守率が相当高いことから、上場会社については、実際には、非上場会社と相当に異なる規範が適用されているといえる。

一方、ドイツでは、資本市場法上の規律の実効性を高めるために、その違反に対して法的効果が結び付けられている。

例えば、大量保有報告の違反については、実効性報告として、刑事罰のみならず、大量

<sup>306</sup> 神田秀樹編著『上場会社法制の将来—東京大学比較法政シンポジウム』別冊商事法務332号（2009年）61頁（81頁、藤田友敬教授発言）。

<sup>307</sup> 神作裕之「ドイツにおける会社法と資本市場法の交錯」商事法務1865号（2009年5月5・15日）11頁～21頁。

保有報告に係る義務違反の対象となる株式等につき議決権等が排除されるという民事効を認めており（ドイツ有価証券取引法 28 条）、有価証券取得買付法の通知義務に違反した場合も同様である（有価証券取得買付法 59 条）。すなわち、ドイツ証取法では、報告義務違反の場合には、報告義務者に帰属する株式及び当該義務者に帰属すべきものとして算入された子会社保有の株式に基づく権利を、所定の期間存在しないものとして扱う。ただし、配当請求権及び残余財産請求権については、故意に報告しなかったり、あるいは故意に報告を遅延したりした場合を除き、この限りでない。

このような民事効を伴う制裁の正当化根拠としては、以下が挙げられている<sup>308</sup>。

- ① 大量保有報告等が資本市場の透明性を高めるだけでなく、発行会社及び投資者の私的利益にも資すること。
- ② 強力な制裁により、大量報告義務等が実効性のあるものとなることが期待されること。

#### 4 会社法改正の要綱

ここでは、特に社外取締役の取扱いについて述べる。

##### ① 現行の社外取締役制度までの経緯

取締役会のあり方として、アメリカでは、1970 年代から、アドバイザー・モデル（取締役会の主たる役割を、経営者の経営管理につき必要なアドバイスをすることとする考え方）ではなく、モニタリング・モデル（取締役会の役割を、経営者による経営の決定・実行を継続的にモニタリングするとともに、その結果を評価して、必要があれば経営者を交代させることとする考え方）が適切なガバナンス構造だと考えられるようになった<sup>309</sup>。

モニタリング・モデルにおいては、株主利益の最優先が取締役・経営者の行動の基準であることから、株主利益の守護者として経営者の経営行動を監督するため、経営者との利害関係がなく、経営者からの影響を受けることのない独立取締役制度が要請されることとなる<sup>310</sup>。そこで、日米構造問題会議において、アメリカは独立取締役制度の設置を長年求め続け<sup>311</sup>、平成 13 年商法改正では、社外取締役の定義規定が置かれ、平成 14 年商法改正では、委員会等設置会社制度が導入された<sup>312</sup>。

もっとも、独立取締役が有する経営者からの独立性とは、親会社関係者、重要な取引先の関係者、親族等のような当該会社経営者と一定の利害関係を有しないことを意味する一方、わが国の会社法上の社外取締役制度における社外性とは、過去・現在を通じて、当該会社あるいは子会社の代表取締役、業務執行取締役、執行役、従業員のいずれにもなった

---

<sup>308</sup> 同上、19-20 頁。

<sup>309</sup> 落合誠一「独立取締役の意義」新堂幸司・山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務、2008 年）221 頁（228 頁）。

<sup>310</sup> 同上、229 頁。

<sup>311</sup> 吉戒修一・中西敏和「商法改正とその立案・実務の対応を振り返って一平成五年・六年商法改正を中心に」商事法務 2000 号（2013 年 6 月 5 日）6 頁（13 頁）。

<sup>312</sup> 稲葉威雄「商法改正を振り返る一昭和 56 年改正を中心にした回顧と俯瞰」商事法務 2000 号（2013 年 6 月 5 日）28 頁（38 頁）。

ことがないこと（会社法 2 条 15 号）を意味し、両者は異なる概念である<sup>313</sup>。そして、現時の学説においては、社外取締役に実質的に求められる資質は、独立性であり、社外性のみではその適格性が疑わしい、換言すれば、社外性は、独立取締役の必要条件であるが、十分条件ではないとされる<sup>314</sup>。したがって、社外取締役の過半数を委員会レベルで要求し、モニタリング・モデルを導入したとされる現行会社法の委員会等設置会社においても、そのモニタリング機能には疑問が呈されてきた<sup>315</sup>。

## ② 社外取締役設置の義務化の見送り

2012 年要綱案は、「2 社外取締役及び社外監査役に関する規律」の前注で、「監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、会社であるものに限る。）のうち、金融商品取引法第 24 条第 1 項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を提出しなければならない株式会社において、社外取締役が存しない場合には、社外取締役を置くことが相当でない理由を事業報告の内容とするものとする。」と規定する。

部会の証券取引所や学者の委員・幹事等からは、日本企業のコーポレート・ガバナンスや資本市場の向上を図る、特に海外機関投資家等からの信頼を維持するために、法律で社外取締役の設置を義務付けるべきであり、2012 年要綱案で導入が検討されている監査・監督委員会制度との整合性からも、選任しない理由の開示という開示規制 (comply or explain) では効果がないといった主張がされた<sup>316</sup>。もっとも、主に経済界の委員から、社外取締役の導入がコーポレート・ガバナンス強化に役立つか確実な効果の実証があるわけではないし、各会社の創意工夫による最適なガバナンスを阻害する上、このような問題は上場規則で定めればよいといった反対が強く唱えられたとされる<sup>317</sup>。

そこで、部会は、2012 年要綱案において、社外取締役の設置義務を会社法上要求することは断念し、上記の前注を定めた上で、2012 年要綱案と一体をなすものとして、「1 社外取締役に関する規律については、これまでの議論及び社外取締役の選任に係る現状等に照らし、現時点における対応として、本要綱案に定めるもののほか、金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある。2 1 の規律の円滑かつ迅速な制定のための金融商品取引所での手続において、関係各界の真摯な協力がされることを要望する。」一との附帯決議を行った。この附帯決議は、社外取締役の設置強制の問題について、上場会社につき金融商品取引所の上場規則の形で規律を設けることが望ましいとの判断を表したものである<sup>318</sup>。

なお、現在、東証の上場規則においては、1 名以上の独立役員、すなわち、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役または社外監査役の義務付けがなされているに

<sup>313</sup> 落合・前掲注 (309)、226 頁。

<sup>314</sup> 同上、227 頁。

<sup>315</sup> 落合誠一「独立取締役とはなにか」一般社団法人日本取締役協会監修『独立取締役の現状と課題—社外取締役から独立取締役へ』別冊商事法務 359 号 (2011 年 7 月) 3 頁 (8 頁)。

<sup>316</sup> 岩原・前掲注 (258)、7 頁。

<sup>317</sup> 同上。

<sup>318</sup> 同上、8 頁。

とどまる（上場規程 436 条ノ 2）。

### ③ 社外取締役の要件の厳格化

2012 年要綱案は、(ア) 社外取締役等の要件における親会社等の関係者等の取扱い、(イ) 社外取締役等の要件に係る対象期間の限定において、社外取締役の要件を現行法よりも厳格化し、独立性をより確保しようとする内容となっている。

具体的には、(ア) の社外取締役の要件に、(一) 株式会社の親会社等<sup>319</sup>又はその取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の使用人でないこと、(二) 株式会社の親会社等の子会社等<sup>320</sup>（当該株式会社及びその子会社を除く。）業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でないこと、(三) 株式会社の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の重要な使用人又は親会社等（自然人であるものに限る。）の配偶者又は 2 親等内の親族でないこと、を追加している。

また、(イ) の社外取締役の要件に係る対象期間についての規律を、(一) その就任の前 10 年間株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人であったことがないこと、及び、(二) その就任の前 10 年間のいずれかの時において、株式会社又はその子会社の取締役（業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人であるものを除く。）、会計参与又は監査役であったことがあるものにあつては、当該取締役、会計参与又は監査役への就任の前 10 年間当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人であったことがないこと、と改めている。

## 第 10 章 提言 — 結語に代えて —

既に述べてきたようにいわゆる「新しい MSCB」においても、発行会社と証券会社が一体となって、市場を歪め、“良い MSCB” とならない可能性は残されている。そして、証券会社は市場において、相互に激しい競争をしているため、高い自己規律を保とうとする証券会社ほど、市場競争上不利になってしまうという現実も存する<sup>321</sup>。そこで、全証券会社が会員として加入している日本証券業協会が、会員に対して等しく適用される自主規制ルールを制定することは、上記のような状況を解消する面があり、一定程度有用といえる。

MSCB は、特に引き受け手の行動次第で、「毒」にも「薬」にもなる「両面性」があるが、必ずしも株価の「下げ要因」になるとは限らないわけで、「薬」になる MSCB の使い方というものもありうる。「毒か薬か」の判断には、法定の開示事項だけでなく、発行会社と引受証券会社の間で、その他事前にどのような合意が行われているかが極めて重要である。

<sup>319</sup> 2012 年要綱案において、「親会社等」とは、株式会社の親会社その他の当該株式会社の経営を支配している者として、法務省令で定めるものをいう。

<sup>320</sup> 2012 年要綱案において、「子会社等」とは、ある者がその総株主の議決権の過半数を有する株式会社その他の当該者がその経営を支配している法人として、法務省令で定めるものをいう。

<sup>321</sup> 野田・前掲注（79）148 頁。

しかしながら、わが国のMSCBの利用時における、両者の当該契約の詳細が開示されることが少ないため、投資家が判断不能に陥りやすいことが構造的な問題点となっている。

現行法上の規制を是とする根拠はどこにあるのか、についての議論をする際に大切なのは、法制度がある経済活動を「禁止」ないし「困難化」(つまりは「規制」を意味する)することによる社会的な損失にも同時に、付度することであり、そうした「規制」による損失を正当化するだけの根拠がなければ、それは強行法規(当事者が合意によって排除することができない法規)としての地位を確保し得ないことになる。その反面、当事者の自治に委ねる以上、関係当事者が適切な意思決定をできるように、十分な情報開示がなされたかどうか極めて重視されるわけである。そういう意味では、今後のわが国の法制度の方向性は、企業の選択肢を広げた上で、ディスクロージャーの充実による、自発的な利害調整に多くの役割を期待しているといっていよい。

そこで、筆者は、MSCBの利用例を通じて帰納的に検討してきた空売り規制の有効活用なるものを提案した。

もちろん、これまで述べてきたように構造的な問題点はある、たとえば、現実の株式市場では、空売り規制をかけてからは、実は、株価が上昇に転じ少なくとも大暴落がほとんどなくなってきたわけであるが、これについては、やはり株価というものは、投資家サイドの心理的要因が大きいからであろう。逆説的に言えば、要するに、空売りを禁止していないと、株価が下がっているときに、「空売り」をする人間がいるのだらうと考えてしまい、売りのボリューム(売買株数)がとても圧迫感を以って感じられて、底値に近いと思っていなくても、買いの氣勢を削がれてしまったり、人間特有の心理面での影響が少なくない。そういう意味では空売り規制は、実際にはそれほど理論的に有効でなくても、できなくなったと考えられることに、いわば“牽制”の意味がある場合もある。

そもそも、金融商品の資源配分機能の歪みの現象というものは、その価格が異常水準や人為的に図られた水準にもたらされてしまうと、必ず生じてしまうのは必然である。だから、いけないと言い切れるのか。一時的な需給の乖離によって結果として価格が大きく変動してしまうことを理由に、株式の大量保有者が市場を利用する資格に当たらないと断定してしまうと、それはその当該者の取引の機会や自由度を不当に害することになって、かえって社会的厚生を損なうリスクを増大させる危険性もあることから、たとえ、金融商品市場の一時的な資金配分機能の歪みが生じて、別の利益によって正当化する余地を認めるといふ新たな法的解釈があってもよい。

わが国の現行法は、悪しき意図があるのはよくないといった誘因目的での固定的解釈をする傾向にあるので、なぜ取引の意図が悪いと相場操縦の悪性が基礎づけられるのか、なぜ悪い意図による取引であれば資源配分を歪め、そうでない場合には歪めることはないのかという、本来答えられるはずのない難解に自らの解釈を追い込んでしまっている部分もある。

金融商品市場の資源配分機能の歪みによる弊害の方に多寡の順序があるのではなく、それは存在することを前提に、そのような取引を認めていないと、どのような面でどの程度の弊害があるのか、つまり、前述したような他国の規制事例と比較して、わが国の現行法の解釈を理論的に突き詰めたときの難点は否定できない以上、いかなる基準をもって、認

めることによる経済的なメリットや社会的厚生のアドバンテージをもたらすものが存在しているのかとの判断での法解釈の在り方が、従前の解釈に並行してバランス良くあってもよい。

筆者の主張は、現行法の規制枠組みをあたかも天与のものであるがごとく、MSCBのように複雑化、多様化してきている運用方法をどの規制枠に当て嵌めるのかという検証を繰り返しているだけでは、法制度として網羅性を保持できるわけがないという考え方に立脚した問題提起であることとして受け取っていただきたい。

改めて、本稿のMSCBに対する帰納的なアプローチを通じて、MSCBへの評価が、今までわが国において一部の極端なケースの影響によって形成されてきた中、「必ず既存株主の利益を犠牲に引受会社が独自の鞘抜き("利益を取る"ことの広義的な意味合い)を行い、株価の下落を伴う危険な金融商品である」という社会的な悪しき誤認を解消することを目指すために数々の提案をしてきた。

もっとも、自主規制ルール強化のエンフォースメントは、譴責、過怠金の賦課、会員権の停止もしくは制限または除名の処分、勧告であるが、業界全体の利益が優先され、エンフォースメントが不十分になる可能性も残る。今後の金商法157条の法改正により、不公正取引に対して行政罰を課することができるようするとともに、金融庁によって設置された研究会やワーキング・グループによる研究発表により、MSCBにおける不公正取引について、ソフト・ローによる一定の類型化を行い、刑事罰も課することができる程度の要件の明確化が必須であると筆者は期待している。

本稿では、資金調達の最適化を目指す観点からは、MSCBを全面的に禁止するのは望ましくないことは自明であるがゆえに、特に重点的に、空売り規制、金商法157条の有効活用を提案した。

もちろん、これまで詳細に述べてきたように、構造的な問題点は多々ある。

引受会社からすれば、MSCBは、当然のこととして、顧客のためのビジネスである、という定義・解釈になる。つまり、彼らのエクイティ・ファイナンス部門とトレーディング部門は完全に独立した業務で(いわゆるチャイニーズウォールが引かれている)、各市場の法令および規則、自主基準に沿って運営されている。つまり、引受会社は、同時並行的に多種多様な取引に介在しているわけで、それらは法令の範囲内で必要なリスク回避取引をしているに過ぎない、との主張に立つ。

金融庁にとって、銀行業と証券業の相互業務の利益相反問題は、今後、大きなテーマになっていくことが予想されている。ただ、金融庁も、コングロマリット化された銀行(商業銀行、投資銀行)や証券会社への監督方針については、いまだ具体的なルールを持っておらず現在模索中といえよう。

このような中、発行体企業においても、金商法157条1号(有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること)は、要件そのものが、極めて不明瞭で、その解釈は難解であることから、証券取引等監視委員会(SES C)は、会社法等の諸規定を媒介にして活用できないか、を検討すべきであるし、また証券取引が急速にクロスボーダー化しているのに伴い、各国の調査機関同士の連携も強

化されるべきであろう。

本稿は、「不正行為一般」の禁止を定める金商法157条を積極的に活用することを提案し、その論を展開してきたが、同条の違反については、現状、刑事罰のみが規定されている。

金商法157条規制のエンフォースメントとして、課徴金制度導入ということを考えてみると、そもそも、そのためには、厳格に刑事罰を課するための構成要件、かつ、課徴金として賦課されるべき金額の算定基準がなくてはならない。しかしながら、どのような行為が金商法157条の規制対象となるのか明確にされていない上に、いかなる算定方法で課徴金の具体的な金額を決定するのか、が、いまだはっきりしていない。また、課徴金制度は、金融庁には原則として摘発の裁量権がない。しかし金商法157条による課徴金導入は、現行制度上では、まだまだ現実味に乏しいが、将来に互っては利用価値はある。

理論的には、未公表情報を知って取引した—というだけでやはり当該プレイヤーを処罰すべきでなく、その当該取引が、「全体のスキームにおいて、当該MSCBの売買が合理的なもので、既存の株主や一般投資家に迷惑をかけることがないといって良いもの」であるのか、それとも「当該MSCBの売買は、既存の株主や一般投資家を犠牲にして特定のもののだけが利益を得られるという、“良ろしくない”意味で、当該スキームの一部を構成していたのか」をしっかりと見極めて、処罰すべきか否かを決するべき—という問題提起である。

上記のような“良ろしくない”MSCBによる市場混乱で、どのプレイヤーの権利が侵害されているかといえば、基本的には既存の株主、ないし将来の株主である。つまり、市場におけるプレイヤーの価格判断形成を歪めてしまっていると考えると、やはり金商法157条を活用する有効性は充分にあるわけである。

本稿のMSCBに対する空売り規制および金商法157条の有効活用というアプローチを通じて、今までわが国において、“良ろしくない”ケースが多数存在したことで形成されてきたMSCBが、市場からの悪しき評価を払拭し、法制度をしかるべき方向へと促進させたいとの意は明確になった。

また、引受審査の開示規制・転売時の開示規制の欠如という面についても、ハードローを改正して公募概念を拡大することなく、引受審査に準ずる開示規制・転売時の開示規制をソフトローで行い、投資家・既存株主保護を図るべきと主張したい。その理由として、ハードローの改正は定義規定という根本的規定の変更を伴うため、日本証券業協会のような私的団体が規範を定め、そのエンフォースメントを担っていく方が、社会的コストが低いと考えられるからである<sup>322</sup>。

さらには、ライブドアやメッセージのケースの検討から、わが国においては、一部の極端なケースによって、MSCBは既存株主の利益を犠牲に引受会社が独自の鞘抜きを行い、株価の下落を伴う危険な金融商品である、という社会的な認識が形成され、この認識が個々人に内面化され、中長期的に当該関係者の選好、意思決定にバイアスを掛けている可能性

---

<sup>322</sup> 神田秀樹「企業と社会規範 日本経団連企業行動憲章やOECD多国籍企業行動指針を例として」ソフトロー研究第1号（2005年）3頁（10頁参照）。



が考えられる<sup>323</sup>。そこで、情報の非対称性を解消し、財務体質改善や企業買収（M&A）、新たな事業計画における資金調達を行うための「良い MSCB」が存在することを、ソフト・ローの形でアナウンスしていくべきであると考え。具体的には、社債市場の拡大におけるコベナントモデルの普及とあわせて、「良い MSCB」のモデルの策定・普及を行うべきである。実証研究において、MSCB の各条項と株価変動の関係はまだ発展途上とされるため<sup>324</sup>、今後の研究成果が「良い MSCB」のモデル策定において活かされることを期待したい。

このためにも、筆者は、本稿を通じて、金融庁懇談会や日本証券業協会等による（上場企業の）MSCB 発行を証券会社が引き受ける際の審査基準を強化するように提案してきたわけであるが、筆者の実務家としての立場から、その実効性、有効性を前提に是非推進して欲しいところであるし、またやってもらわねば、日本の今後の法整備に関して暗いことになると信じるところである。強調したいのは、述べてきた対象が決して“金融商品MSCB”に限定するものではないことである。筆者にとっては、MSCB という現実的不備の多い金融商品の一つの材料にして、これらを補正、補完するためにはわが国の法制度は今後いかに対応すべきか、が論点であって、たとえば、単に転換社債から（行使価額修正条項付きの）新株予約権に発行形態を変化させれば、それに対応する法の基礎条件が変わる—というような些末なレベルの回避策の話をしているわけではない。従って、このような場合は転換（行使）価額修正条項そのものにも法の網をかけていくべきと考えている。こういった法制度の整備がかなえば、応用派生が進んでの転換社債、新株予約権、優先株といったアソートメント（商品揃え）に対しても、いずれにも包括的に適用することができるので、その網羅性により効果、効力が大きいと思われる。

そもそも、企業が適正なガバナンスを指向するうえにおいて、借入相手の金融機関も重要なステークホルダー（利害関係者）としての存在である以上、企業価値は、調達についてエクイティだけでなくデットまで含めた概念である ROA（総資産に対する当期純利益の割合＝総資産利益率（Return on Asset）という指標で考えることが非常に重要である。とすれば、借入金やコマーシャルペーパー（CP）と並ぶデットの構成要素である社債なくして資本調達の最適化を考えることはできない。ROE が企業価値を示す最重要な指標として用いられ、わが国のファイナンス手法においてエクイティ調達が過度に重視されてきたことに鑑みれば、デット調達の対象となる社債市場の充実が図られるとともに、MSCB のような複合的な社債（正確には、商品設計上、後に自己資本拡充のための株式での償還可能という意味でのデット）であっても、必要な情報が十分に開示された安全な金融商品だという制度設計及びアナウンスメントが必要不可欠である。

大規模資金調達を戦略的に実施する上では、資本構成の最適化に向けて、個別に解を検討することになる。発行体は、株主の視点を重視して、デット導入によりレバレッジを利かせて ROE を高めることも選択の 1 つである。あえてエクイティ調達をするなら、通常

---

<sup>323</sup> 中里実「自律的ルール的重要性」ソフトロー研究第 1 号（2005 年）135 頁（145 頁参照）。

<sup>324</sup> 大木良子『転換社債の経済分析』（三菱経済研究所、2012 年）109 頁。

の案件以上に、IR等で、何故エクイティ調達なのか、何故MSCBなのか、その点を十分に株主の理解を得られれば有効な手段となる。

そもそも、法制度が経済活動を「規制」「禁止」することにより、社会的な損失が生じることになれば、当然のこと、そこにも着目していかなねばならない。、そうしたいわば「規制」による損失を正当化するだけの法的根拠、事実認定がなければ、それは法規として意味をなさない。

その反面、経済活動を当事者のオートノミー（自治）に委ねる以上、当事者が適切な意思決定をできるように、十分なディスクロージャーがなされたかどうか極めて重視される。

その意味では、現行法の方角性は、企業の選択肢を広げた上で、ディスクロージャーの充実による、いわば自治的な利害調整に多くの役割を期待しているといい。

金商法、会社法などのハードロー、および、日本証券業協会、証券取引等監視委員会、金融庁懇談会、各証券取引所や証券会社等、また日本経団連企業行動憲章やOECD 多国籍企業行動指針に至るまで、自主規制ルールとして存在するソフトローの両面での法システムの対応は、コーポレートガバナンス、ディスクロージャー、市場の価格形成など、多様な局面にカバーをかけられるべきで、激烈な変動の時期であるからこそ、法制度の在り方を巡る議論においても、改めて、市場の「公正性」「透明性」という根源的な本質性、価値観を最前提にしたいと願うばかりである。そのためにも、株式発行よりも手続きの簡便性が高いMSCBを再考し、再活用するための法制度を検討する、という本稿のチャレンジがその萌芽となるならば、誠に喜ばしいことである。

以上